

PHẠM MINH CHÍNH - VƯƠNG QUÂN HOÀNG

KINH TẾ

VIỆT NAM

**THĂNG TRÀM
VÀ ĐỘT PHÁ**



NHÀ XUẤT BẢN CHÍNH TRỊ QUỐC GIA

**KINH TẾ
VIỆT NAM
THĂNG TRĂNG
VÀ ĐỘT PHÁ**

TVE-4U.ORG

*Ebook được thực hiện không
nhằm mục đích kinh doanh*

PHẠM MINH CHÍNH - VƯƠNG QUÂN HOÀNG

KINH TẾ
VIỆT NAM
THĂNG TRẦM
VÀ ĐỘT PHÁ

NHÀ XUẤT BẢN CHÍNH TRỊ QUỐC GIA
Hà Nội - 2009

Lời Nhà xuất bản

Kể từ khi giành được độc lập đến nay, nền kinh tế Việt Nam đã trải qua nhiều thăng trầm, đột phá, mà bước đột phá quan trọng nhất chính là sự đổi mới tư duy và mô hình phát triển kinh tế từ năm 1986 đến nay. Công cuộc Đổi Mới mới chỉ được thực hiện trong hơn 20 năm, nhưng nước ta đã đạt được những thành tựu to lớn, có ý nghĩa rất quan trọng trong tất cả các lĩnh vực kinh tế, xã hội, an ninh, quốc phòng, cơ bản đã đưa nước ta thoát khỏi tình trạng một nước kém phát triển. Tuy nhiên, trong quá trình thực hiện công cuộc Đổi Mới, kinh tế - xã hội nước ta cũng đã bộc lộ nhiều vấn đề yếu kém cần phải khắc phục như: chất lượng phát triển nền kinh tế nhìn chung còn thấp, tính cạnh tranh trong toàn bộ nền kinh tế kém; thể chế kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa hình thành chậm và chưa đồng bộ, việc kết hợp phát triển kinh tế với giải quyết các vấn đề xã hội còn nhiều hạn chế...

Hiện nay, cuộc khủng hoảng tài chính thế giới năm 2008 đã và đang tác động rõ nét đến nền kinh tế nước ta. Chúng ta đang phải đối mặt với những khó khăn về vấn đề thanh khoản của hệ thống tín dụng, lãi suất ngân hàng không ổn định, những cơn sốt giá lương thực và năng lượng, sự sụt giảm của thị trường chứng khoán... Nhưng được sự lãnh đạo sáng suốt của Đảng và Nhà nước thông qua việc ban hành những chính sách, giải pháp thực hiện kịp thời, hệ thống kinh tế Việt Nam đã ghi nhận được nhiều tín hiệu tích cực từ thị trường.

Để giúp bạn đọc có thêm tài liệu nghiên cứu, tham khảo về lịch sử phát triển kinh tế Việt Nam, đánh giá được tác động của các yếu tố bên ngoài mà nền kinh tế nước ta sẽ phải đương đầu trong năm 2009 và những năm tiếp theo, làm rõ những khó khăn, thách thức, cơ hội và giải pháp nhằm phát triển nền kinh tế nước ta, Nhà xuất bản Chính trị quốc

gia xuất bản cuốn sách **Kinh tế Việt Nam - Thăng trầm và đột phá** của hai tác giả: Phạm Minh Chính và Vương Quân Hoàng.

Cuốn sách bao gồm 13 chương được chia thành 3 phần với trọng tâm nghiên cứu là hệ thống thị trường và các phương tiện kiểm soát tài chính - tiền tệ. Với hệ thống tư liệu khá phong phú được sưu tầm, tuyển chọn và tính toán từ nhiều nguồn trong nước và nước ngoài trong những khoảng thời gian dài, cuốn sách sẽ cung cấp cho bạn đọc những nét chấm phá lớn trong bức tranh kinh tế Việt Nam từ khi giành được độc lập đến nay.

Từ việc phân tích quá trình thay đổi của cơ chế, chính sách nói chung và đối với khu vực tài chính, ngân hàng, các thị trường nói riêng, các tác giả đã nêu rõ những vấn đề còn tồn tại và gợi mở hướng khắc phục. Đặc biệt, các tác giả đã tập trung nghiên cứu sâu về các thị trường bất động sản, thị trường vàng và đôla Mỹ, thị trường chứng khoán Việt Nam. Có thể nói, đây là một trong rất ít sách viết về các thị trường này với nhiều thông tin và nhận định sắc sảo, có giá trị gợi mở suy nghĩ.

Các tác giả của cuốn sách đã cố gắng để có thể khái quát được quá trình phát triển kinh tế lâu dài của nước ta với những giai đoạn thăng trầm, đột phá, nhưng đây là một vấn đề rất rộng và có nhiều khó khăn trong quá trình thu thập và xử lý thông tin, nên cuốn sách không tránh khỏi còn khiếm khuyết. Nhà xuất bản và các tác giả rất mong nhận được ý kiến đóng góp của bạn đọc để có thể hoàn thiện cuốn sách trong những lần xuất bản sau.

Xin trân trọng giới thiệu cuốn sách với bạn đọc.

Tháng 4 năm 2009

NHÀ XUẤT BẢN CHÍNH TRỊ QUỐC GIA

“Câu hỏi tư duy với những vấn đề và hiện tượng có tính quy luật”

Một thời kỳ phát triển kinh tế quan trọng trong lịch sử xây dựng đất nước Việt Nam đã được khắc họa trong hơn 500 trang nội dung của cuốn sách. Đây là công trình nghiên cứu đáng trân trọng, là kết quả sự kiên trì, nỗ lực của hai tác giả trong việc tập hợp cơ sở dữ liệu, nghiên cứu, thống kê, phân tích và phát hiện những bước thăng trầm của kinh tế đất nước. Kết quả này bổ sung tư liệu quý giá cho việc nhìn nhận, đánh giá mô hình phát triển kinh tế - xã hội và góp phần làm rõ hơn quá trình phát triển thể chế kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa ở nước ta.

Từng bước ngoặt lớn của nền kinh tế được phản ánh, phân tích tương đối rõ nét làm nổi rõ những đặc trưng của kinh tế Việt Nam. Cuốn sách cũng góp phần cung cấp thêm góc quan sát mới mẻ cuộc khủng hoảng tài chính đang diễn ra trên phạm vi toàn cầu từ năm 2007 đến nay và động thái can thiệp của các chính phủ trên thế giới. Đây là những phân tích và đánh giá có ý nghĩa cho công tác xây dựng chiến lược phát triển kinh tế và điều hành vĩ mô.

Bên cạnh đó, cuốn sách để lại câu hỏi cần tiếp tục tư duy về những hiện tượng và vấn đề có tính quy luật xuất hiện trong nền kinh tế Việt Nam. Đó cũng có thể là xuất phát điểm cho một số hướng nghiên cứu lý luận tiếp theo về phát triển kinh tế của Việt Nam dựa trên các thị trường và tài sản trọng yếu.

Hà Nội, ngày 8 tháng 4 năm 2009

Tiến sỹ Nguyễn Hữu Từ

Phó Chánh Văn phòng Trung ương Đảng

“Mổ xẻ lịch sử như là sự khởi động đến tương lai”

Cuốn sách *“Kinh tế Việt Nam - Thăng trầm và đột phá”* là công trình nghiên cứu một giai đoạn phát triển sôi động bậc nhất của nền kinh tế Việt Nam – giai đoạn Đổi Mới, chuyển từ nền kinh tế kế hoạch hóa tập trung sang nền kinh tế thị trường. Đây đích thực là một công trình nghiên cứu lịch sử kinh tế, gắn với một giai đoạn, do vị trí lịch sử khá đặc biệt của nó, được mổ xẻ, phân tích, đánh giá kỹ càng, không chỉ bởi các học giả Việt Nam mà còn của nhiều nhà nghiên cứu trên thế giới.

Nhưng mặc dù có chung chủ đề và chung mục tiêu với các công trình nghiên cứu lịch sử kinh tế Việt Nam hiện đại – nghiên cứu quá trình đổi mới kinh tế, cuốn sách của hai tác giả Phạm Minh Chính và Vương Quân Hoàng vẫn mang tính độc đáo, khác biệt và đặc sắc trên nhiều phương diện. Chính đây là lý do để đưa ra lời khuyên không hề màu mè: không chỉ nên và còn rất cần đọc cuốn sách này.

Xin được nêu ra, có thể còn chưa đầy đủ, những căn cứ của lời khuyên đó.

Thứ nhất, trong cuốn sách này, lịch sử kinh tế Việt Nam, trong giai đoạn hào hùng nhất của nó, được mổ xẻ theo cách tiếp cận hiện đại, với những công cụ hiện đại. Đó là lịch sử vĩ mô của nền kinh tế thị trường (đúng hơn, của nền kinh tế chuyển đổi sang thị trường) chứ không phải của nền kinh tế “cây con, ngành nghề” như vẫn được thực hiện trong nhiều công trình nghiên cứu lịch sử kinh tế Việt Nam của các học giả Việt Nam cho đến nay. Sự phân tích hiện thực lịch sử kinh tế được các tác giả đặt trên nền tảng các tri thức, lý thuyết và công cụ của môn kinh tế học hiện đại.

Thứ hai, lịch sử kinh tế quốc gia của một giai đoạn xác định không dài, được đặt trong không gian kinh tế thế giới và trong phong lịch sử dài hạn. Lịch sử diễn ra trong mạch thời gian và không gian liên tục chứ không hề bị cắt đoạn. Nhờ cách tiếp cận đó mà việc nhìn nhận, lý giải các sự kiện cụ thể trở nên có chiều sâu, có luận cứ chặt chẽ và xác đáng hơn.

Thứ ba, tính cập nhật cao độ các biến cố, sự kiện. Các tác giả không cố định lịch sử theo những mốc thời gian “cứng” mà mở biên ra cả hai đầu, nhất là đầu hướng tới tương lai. Có cảm tưởng rằng ngay cả khi cuốn sách đã lên khuôn in, các tác giả vẫn còn đến để nghị dừng lại để

bổ sung thêm vài sự kiện đáng đi vào lịch sử vừa mới xảy ra.

Cách kết nối lịch sử với hiện tại, coi hiện tại là lịch sử đang diễn ra như vậy giúp cuốn sách đề cập một cách tự nhiên các vấn đề thời sự nóng bỏng của nền kinh tế trong hai năm gia nhập WTO và chịu tác động mạnh mẽ của cuộc khủng hoảng kinh tế - tài chính toàn cầu “trăm năm có một” đang diễn ra một cách nóng hổi và sâu sắc. Ở góc độ này, cuốn sách của Phạm Minh Chính và Vương Quân Hoàng không còn là một cuốn sách sử mà là công trình nghiên cứu các vấn đề đương đại. Điều đó góp phần làm tăng thêm giá trị thực tiễn, tính gợi ý khoa học và đóng góp chính sách của công trình.

Thứ tư, trong nỗ lực đáp ứng yêu cầu khắt khe đặt ra công việc “chép sử”, các tác giả của cuốn sách đã không chỉ làm công việc mô tả lịch sử theo cách biên niên, cũng không chỉ mô xẻ các sự kiện theo lối khách quan dừng đứng vô cảm. Các nhận định, bình luận của cuốn sách mang tính phản biện cao, với một thái độ trách nhiệm đầy đủ. Nhìn giai đoạn lịch sử được đánh giá chung là “thành công ngoạn mục” không chỉ qua các sự kiện “đột phá” oai hùng mà quan trọng hơn - qua diễn biến “thăng trầm” gắn với những khó khăn, yếu kém và sai sót trong việc lựa chọn và thực thi một phương cách phát triển “chưa có tiền lệ lịch sử” bằng con mắt phê phán khoa học có thể coi là nét đặc sắc nổi bật nhất của cuốn sách này.

Thực ra, có thể kể thêm nhiều cái đáng được gọi là “ưu điểm” của cuốn sách. Tuy nhiên, có hai lẽ để không nên làm công việc có thể nói là không nên làm, không đáng làm này. Một là, hãy để cuốn sách tự giới thiệu về mình. Mọi sự khen ngợi, dù là xác đáng, vẫn dễ gây ra cảm giác ca tụng vô lối. Hai là, hãy để cho mỗi người đọc tự mình thẩm định giá trị cuốn sách.

Về phần tôi, trong ý thức phản biện, thấy rõ rằng bên cạnh những ưu điểm thực sự đáng khen, cả về mặt nội dung khoa học lẫn về mặt phương pháp luận (mà tôi đánh giá cao nhất mặt này), cuốn sách vẫn còn những điểm khuyết thiếu cần được bổ túc, chỉnh sửa để nâng chất lượng lên đúng tầm chủ đề mà nó đề cập. Giá trị lịch sử - thời đại đối với dân tộc Việt Nam của công cuộc “lột xác”, chuyển đổi một phương thức phát triển đã tồn tại hàng ngàn năm sang phương thức phát triển mà đa số nhân loại đang thực hiện, đó là điểm cần được nhấn mạnh

hơn, làm rõ hơn qua các “thặng trầm” và “đột phá”. Hoặc giả như định vị rõ hơn vai trò của các lực lượng chủ thể của quá trình này v.v..

Nhưng quả thật, những đòi hỏi này cũng vô cùng. Chúng cũng cần được bắt nguồn từ mỗi độc giả.

Điểm cuối cùng cần nói: cuốn sách này, cùng với một vài cuốn sách khác, chứng tỏ cần có cách tiếp cận mới, các công cụ mới và hệ tri thức mới để mổ xẻ, phân tích các quá trình thực tiễn. Bản thân cuốn sách được coi là một sự khởi động thật sự, rất đáng trân trọng cho quá trình đó. Đẩy mạnh hơn quá trình này là một cách, một nội dung hội nhập quốc tế - hội nhập khoa học, đồng thời là cách thúc đẩy sự phát triển trong hội nhập của nền kinh tế nước ta.

Cảm ơn các tác giả đã mang lại cho tôi cảm hứng viết những dòng nói trên. Xin được chia sẻ cảm hứng đó với các quý vị độc giả.

Hà Nội, ngày 14 tháng 4 năm 2009

Phó Giáo sư, Tiến sỹ Trần Đình Thiên
Quyền Viện trưởng, Viện Kinh tế Việt Nam

“Những kiến giải sâu sắc và góc nhìn mới mẻ”

Tôi đã được tiếp cận một số sách viết về lịch sử kinh tế Việt Nam, nhưng lần đầu tiên được đọc bản thảo một cuốn sách mà trong đó có sự kết hợp khá tinh tế và thiết thực lịch sử kinh tế Việt Nam, đồng thời gắn toàn bộ quá trình vận động của nền kinh tế quốc dân với những câu chuyện về khủng hoảng kinh tế - tài chính thế giới vào cuối thập niên đầu của thế kỷ XXI. Chính từ việc tổng kết một chặng đường dài của kinh tế Việt Nam đã làm nổi bật hơn những đột phá của giai đoạn Đổi Mới toàn diện đất nước do Đảng ta khởi xướng từ Đại hội VI (năm 1986).

Cuốn sách là một khối lượng công việc lớn, mà tôi nghĩ nếu không có tâm huyết về nghề nghiệp cũng như đối với đất nước và tinh thần làm việc nghiêm túc thì khó có thể hoàn thành. Bạn đọc sẽ nhận được nhiều điều bổ ích, nhất là đối với cộng đồng học thuật và các nhà hoạch định chính sách.

Tôi thực sự tâm đắc và chia sẻ với nhóm tác giả về những kiến giải sâu sắc và góc nhìn mới mẻ về diễn biến của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu từ năm 2007 đến nay, vai trò của chính phủ trong nền kinh tế hiện đại, sử dụng van tiền tệ (chính sách tiền tệ) để điều tiết và định hướng vi mô các tác nhân kinh tế... Cuốn sách cũng gợi ý những lựa chọn về vai trò và vị trí của nền kinh tế Việt Nam trong sân chơi toàn cầu.

Hà Nội, ngày 10 tháng 4 năm 2009
Phó Giáo sư, Tiến sỹ Lê Xuân Đình
Trưởng ban Kinh tế, Tạp chí *Cộng sản*

“Các vấn đề kinh tế cơ bản với tư liệu, sự kiện đậm chất thời sự”

Đổi mới và hội nhập thành công hay không tùy thuộc vào quá trình hình thành và phát triển của hệ thống tài chính - tiền tệ. Dưới góc nhìn này, các tác giả đã có những đóng góp to lớn khi mổ xẻ nền kinh tế Việt Nam bằng những công cụ phân tích tài chính.

Một điểm thú vị khác: các vấn đề kinh tế cơ bản được trình bày với những tư liệu, sự kiện nóng hổi đậm đặc tính chất thời sự của Việt Nam và thế giới. Một cuốn sách lôi cuốn người đọc từ đầu đến cuối với nhiều gợi mở thảo luận, tạo nên sự khác biệt so với những cuốn sách khác viết về kinh tế Việt Nam.

Hà Nội, ngày 6 tháng 4 năm 2009

Tiến sỹ Chủ Văn Lâm

Tổng Biên tập, Tạp chí Nghiên cứu kinh tế

Mục lục

Danh mục hình ảnh	xix
Danh mục bảng biểu	xxiii
1 Sóng gió	1
1.1 Sóng gió nổi lên	4
1.1.1 Khủng hoảng tín dụng Hoa Kỳ 2007-2008 . . .	5
1.1.2 Đấu cơ quốc tế tăng mạnh	7
1.1.3 Thị trường chứng khoán quốc tế biến động khó lường	17
1.1.4 Lạm phát bùng nổ ở khắp nơi	19
1.1.5 Dấu hiệu đình đốn	24
1.2 Tin từ tâm bão	26
I THĂNG TRẦM	33
2 Những hạt mầm đầu tiên	35
2.1 Truyền thống khởi nghiệp kinh doanh	36
2.2 Làm quen với ngân hàng	42
3 Cam go độc lập tiền tệ: 1945-1954	51
3.1 Bối cảnh lịch sử, kinh tế	51
3.2 Đấu tranh giành độc lập tiền tệ	55

4	Kinh tế Việt Nam thời kỳ 1955-1985	65
4.1	Bức tranh kinh tế Việt Nam 20 năm chiến tranh	68
4.1.1	Những thành tựu đầu tiên	69
4.1.2	Hội nghị Trung ương tháng 12/1956	70
4.1.3	Sự trầm lắng sau năm 1958 và Đại hội Đảng III	72
4.1.4	Mô hình kinh tế nào cho Việt Nam?	73
4.2	Hệ thống tài chính	76
4.2.1	Hệ thống ngân hàng một cấp	76
4.2.2	Đổi tiền năm 1959	77
4.2.3	Ngoại hối và vàng	79
4.2.4	Hệ thống tín dụng và ngân sách nhà nước	82
4.3	10 năm hòa bình đầu tiên	87
5	Kinh tế tài chính thời kỳ Đổi Mới: 1986-2000	95
5.1	Đổi Mới	96
5.2	Thành tựu và nền tảng phát triển	98
5.2.1	Tăng trưởng kinh tế	98
5.2.2	Cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước	101
5.2.3	Đẩy lùi lạm phát phi mã	105
5.2.4	Hoạt động ngoại thương	109
5.2.5	Thu hút đầu tư nước ngoài	110
5.3	Hệ thống tài chính mới	114
5.3.1	Hành lang pháp lý cho hệ thống ngân hàng	115
5.3.2	Tín dụng phi chính thức	117
5.3.3	Góp vốn cổ phần	119
6	Đặc trưng biến động kinh tế trong quá trình chuyển đổi	121
6.1	Sơ lược quá trình chuyển đổi	123
6.2	Đặc trưng các thời điểm biến động	127
6.3	Luận điểm cốt lõi và vấn đề gợi mở	132

II ĐỘT PHÁ **139**

7	Đột phá tư duy kinh tế: Đổi Mới	141
7.1	Từ chỉ định đến tự định	142

7.2	Nhà nước trong giai đoạn chuyển đổi	146
7.2.1	Đổi mới kinh tế từ năm 1986, tiến trình đúng hướng	146
7.2.2	Miếng ghép nào còn thiếu?	151
7.3	Công nhận kinh tế tư nhân	154
7.4	Cải thiện năng lực cạnh tranh của khu vực kinh tế nhà nước	156
7.5	Sửa đổi Hiến pháp năm 1992	159
7.6	Dòng vốn quốc tế	161
7.6.1	Mở cửa đầu tư và thương mại	161
7.6.2	Đầu tư trực tiếp nước ngoài	163
7.6.3	FPI và điểm đến ngân hàng - tài chính	167
7.7	Tái hội nhập kinh tế quốc tế	171
8	Hệ thống ngân hàng hai cấp	175
8.1	Ngân hàng Nhà nước Việt Nam	176
8.1.1	Ngân hàng Nhà nước Việt Nam	176
8.1.2	Luật Ngân hàng Nhà nước và Luật các tổ chức tín dụng	178
8.1.3	Tiền được tạo ra từ đâu?	181
8.1.4	Bảng tổng kết tài sản của ngân hàng trung ương	184
8.2	Hệ thống ngân hàng hai cấp ở Việt Nam	189
8.2.1	Hệ thống ngân hàng thương mại ở Việt Nam .	191
8.2.2	Vai trò chủ đạo của ngân hàng thương mại nhà nước	197
8.2.3	Nguồn gốc của rủi ro	203
8.2.4	Làn sóng chuyển đổi và thành lập mới ngân hàng thương mại	205
8.3	Hợp tác xã tín dụng nhân dân	208
8.4	Hiện diện của tổ chức tín dụng nước ngoài	211
8.5	Thị trường liên ngân hàng	213
9	Tài sản và thị trường	225
9.1	Tiền đồng Việt Nam	226
9.1.1	Lãi suất	227

9.1.2	Tỷ giá hối đoái	234
9.1.3	Thị trường tín dụng ngân hàng	240
9.2	Vàng trong đời sống kinh tế Việt Nam	242
9.2.1	Chức năng của vàng	242
9.2.2	Quy định sản xuất và giao dịch vàng ở Việt Nam	245
9.2.3	Tổng quan nghiên cứu về vàng	250
9.2.4	Khảo sát thống kê thị trường vàng Việt Nam	256
9.2.5	Thị trường vàng trong nước và quốc tế	267
9.2.6	Một số kết luận thực nghiệm	269
9.3	Đồng đôla Mỹ ở Việt Nam	270
9.3.1	Vài nét về đồng đôla Mỹ ở Việt Nam	271
9.3.2	Lý thuyết, số liệu và mô hình	277
9.3.3	Kết quả thực nghiệm	281
9.3.4	Hiện tượng đôla hóa	285
9.3.5	Về ngang giá sức mua tiền tệ và cân bằng dài hạn của nội tệ Việt Nam	288
9.4	Bất động sản ở Việt Nam	297
9.4.1	Những quy định pháp luật	297
9.4.2	Ba cơ sở khuynh đảo thị trường	299
9.4.3	Giao dịch bất động sản ở Việt Nam	302
9.4.4	Những bất cập còn tồn tại	308
9.4.5	Tiềm năng của thị trường bất động sản	313
10	Thị trường chứng khoán	317
10.1	Toàn cảnh thị trường chứng khoán Việt Nam	318
10.1.1	Ra đời và phát triển	318
10.1.2	Điều kiện niêm yết, công ty niêm yết, nhà đầu tư	323
10.1.3	Kỹ thuật giao dịch	327
10.1.4	Công ty chứng khoán	331
10.1.5	Quỹ đầu tư	338
10.1.6	Sự vận động của thị trường chứng khoán và ảnh hưởng tới đời sống kinh tế - xã hội	348
10.2	Các quy luật được phát hiện	353
10.2.1	Hành vi bầy đàn	355
10.2.2	Về hiện tượng chia tách cổ phiếu	360

7.2	Nhà nước trong giai đoạn chuyển đổi	146
7.2.1	Đổi mới kinh tế từ năm 1986, tiến trình đúng hướng	146
7.2.2	Miếng ghép nào còn thiếu?	151
7.3	Công nhận kinh tế tư nhân	154
7.4	Cải thiện năng lực cạnh tranh của khu vực kinh tế nhà nước	156
7.5	Sửa đổi Hiến pháp năm 1992	159
7.6	Dòng vốn quốc tế	161
7.6.1	Mở cửa đầu tư và thương mại	161
7.6.2	Đầu tư trực tiếp nước ngoài	163
7.6.3	FPI và điểm đến ngân hàng - tài chính	167
7.7	Tái hội nhập kinh tế quốc tế	171
8	Hệ thống ngân hàng hai cấp	175
8.1	Ngân hàng Nhà nước Việt Nam	176
8.1.1	Ngân hàng Nhà nước Việt Nam	176
8.1.2	Luật Ngân hàng Nhà nước và Luật các tổ chức tín dụng	178
8.1.3	Tiền được tạo ra từ đâu?	181
8.1.4	Bảng tổng kết tài sản của ngân hàng trung ương	184
8.2	Hệ thống ngân hàng hai cấp ở Việt Nam	189
8.2.1	Hệ thống ngân hàng thương mại ở Việt Nam .	191
8.2.2	Vai trò chủ đạo của ngân hàng thương mại nhà nước	197
8.2.3	Nguồn gốc của rủi ro	203
8.2.4	Làn sóng chuyển đổi và thành lập mới ngân hàng thương mại	205
8.3	Hợp tác xã tín dụng nhân dân	208
8.4	Hiện diện của tổ chức tín dụng nước ngoài	211
8.5	Thị trường liên ngân hàng	213
9	Tài sản và thị trường	225
9.1	Tiền đồng Việt Nam	226
9.1.1	Lãi suất	227

12.3.4	Vấn đề trọng yếu và gợi mở hướng chính sách	465
12.4	Quản lý hệ thống ngân hàng	471
12.4.1	Trong những năm 1990	471
12.4.2	Khủng hoảng tài chính châu Á và ảnh hưởng đến Việt Nam	472
12.4.3	Hiệu quả kinh doanh của các ngân hàng	473
12.4.4	Cam kết đối với các tổ chức đa phương	476
12.5	Chính sách tiền tệ và tài khóa	477
12.6	Đảm bảo an ninh tài chính quốc gia	487
12.7	Sức mạnh của thị trường và sự điều tiết của Nhà nước .	498
12.7.1	Sức mạnh của thị trường	498
12.7.2	Chính phủ ở đâu trong bức tranh?	501
13	Việt Nam hội nhập toàn cầu	507
13.1	Bài học từ biến động kinh tế năm 2008	507
13.1.1	Nhìn lại khủng hoảng tài chính toàn cầu	508
13.1.2	Ấn số kinh tế chính trị Hoa Kỳ	517
13.1.3	Đảm bảo an ninh kinh tế	520
13.2	Điều hành vĩ mô	524
13.3	Xây dựng kinh tế học Việt Nam	533
	Tài liệu tham khảo	539
	Phụ lục tra cứu	550

10.2.3	Giả thuyết thị trường hiệu quả và hiệu ứng GARCH	361
10.3	Thị trường trái phiếu	365
10.3.1	Trái phiếu doanh nghiệp	365
10.3.2	Trái phiếu chính phủ	371
10.3.3	Một số kết luận về thị trường trái phiếu	384
10.4	Khiếm khuyết trên thị trường chứng khoán Việt Nam	389
10.4.1	Quan hệ nhà đầu tư	389
10.4.2	Quản trị xung đột lợi ích	392
10.4.3	Thông tin và truyền thông	398
10.4.4	Tác động từ yếu tố nước ngoài trên thị trường tài chính	399

III VẤN ĐỀ VÀ HIỆN TƯỢNG 403

11	Một số vấn đề của các thị trường tài sản 405
11.1	Ba loại tiền trong nền kinh tế Việt Nam 405
11.2	Bong bóng tài sản 411
11.2.1	Khái niệm và cơ chế hình thành 411
11.2.2	Bong bóng tài sản ở Việt Nam 416
11.3	Tấn công tiền tệ 419
11.4	Tăng trưởng và lạm phát 423
11.5	Dòng vốn nước ngoài 429
12	Quản lý nhà nước đối với các thị trường và tài sản 437
12.1	Sự cần thiết điều tiết của Nhà nước vào thị trường tự do 437
12.2	Kết nối vĩ mô - vi mô và hiệu quả của chính sách kinh tế 446
12.3	Liên thông các thị trường 449
12.3.1	Bất động sản trong nền kinh tế có sự hiện diện của thị trường tài chính 450
12.3.2	Bất động sản trong các cuộc khủng hoảng tài chính 453
12.3.3	Mô hình quan hệ giữa các thị trường bất động sản - vốn - tiền tệ 457

7.1	Tem thực phẩm	144
8.1	Hệ thống ngân hàng hai cấp ở Việt Nam, 2008	180
8.2	Tăng trưởng tài sản ngân hàng và GDP	206
8.3	VNIBOR	215
8.4	So sánh lãi suất cho vay thương mại	219
8.5	So sánh lãi suất cho vay thương mại	219
8.6	Dịch chuyển lãi suất trong thời kỳ 1990-2002	222
8.7	So sánh khoảng cách lãi suất	223
8.8	So sánh khoảng cách lãi suất	224
9.1	Lợi suất vàng theo ngày	262
9.2	Chênh lệch giá mua và giá bán vàng tại Việt Nam	266
9.3	Tỷ giá VND/USD theo tháng thời kỳ 1988-2004	282
9.4	Lợi suất USD	283
9.5	Bất ổn của lợi suất USD theo ngày	286
9.6	Tỷ lệ tiền gửi ngoại tệ trên tổng phương tiện thanh toán	287
9.7	Tốc độ tăng CPI của Việt Nam: 1986-1992	290
9.8	Phân phối bootstrapped	293
9.9	Công bố tỷ giá trên <i>Thời báo Kinh tế Sài Gòn</i>	295
9.10	Giá đất bình quân ở Hà Nội, 1994-2001	306
10.1	Số công ty chứng khoán qua các năm	334
10.2	VN-Index từ 28/7/2000 đến 5/11/2008	348
10.3	Biến động VN-Index, 2007-2008	350
10.4	Cướp ngân hàng do lỗi chứng khoán	352
10.5	Bong bóng chứng khoán South Sea	357
10.6	Độ lệch chuẩn chéo	359
10.7	CAR_{REF} với sự kiện phát hành cổ phiếu thưởng	361
10.8	Phương sai có điều kiện của lợi suất năm 2003	366
10.9	Số lần phát hành TPCP thời kỳ 2002-2008	374
10.10	Công trái năm 1987	376
10.11	Tần suất phát hành TPCP, từ 5/2000 đến 5/2004	376
10.12	Biến động lợi suất TPCP (%) từ 1/2000 đến 1/2004	377
10.13	Biến động khối lượng TPCP giai đoạn 2000-2004	378
10.14	Khối lượng giao dịch trái phiếu BIDV	381

Danh mục hình ảnh

1.1	Lãi suất của FED thời kỳ 1990-2008	6
1.2	Giá dầu thô thế giới và xăng Mogas 92 Việt Nam	8
1.3	Biến động giá dầu năm 2003 (FOB)	12
1.4	Chỉ số giá tiêu dùng, vàng và USD trong năm 2007-2008	14
1.5	Biến động giá gạo 8 tháng đầu năm 2008. Đơn vị: VND/kg	15
1.6	Biến động tỷ giá từ năm 2007 đến tháng 11/2008	18
1.7	Tăng trưởng tín dụng 8 tháng đầu năm 2008	22
1.8	Tăng trưởng tín dụng giai đoạn 2000 - 2008	23
2.1	Thái Bình Hưng Bảo	42
2.2	Đồng 5 bạc Đông Dương	44
2.3	Biếm họa: Đây - Dự án thuế mới!	49
3.1	Tiền đóng dấu làng Thới Bình, Bạc Liêu	57
3.2	Tờ bạc 500 đồng Đông Dương, phát hành năm 1941 . .	58
3.3	Một số đồng bạc Việt Nam đầu tiên	60
4.1	Hệ thống ngân hàng một cấp	78
5.1	Quầy phân phối vải thời kỳ bao cấp	97
5.2	Lạm phát phi mã giai đoạn 1986-1992	107
5.3	Quan hệ FDI và tăng trưởng GDP	112
6.1	GDP bình quân đầu người	123
6.2	Giai đoạn tăng trưởng thần kỳ từ khi tiến hành Đổi Mới	124
6.3	Thâm hụt thương mại năm 2008	135

10.15	Giá giao dịch trái phiếu BIDV	381
10.16	Ước lượng quy mô thanh toán TPCP	388
11.1	Trái phiếu chính phủ... làm quà mừng đám cưới	408
11.2	Sụp đổ thị trường chứng khoán năm 1929	416
11.3	Giá trị xuất, nhập khẩu hàng hóa thời kỳ 1986-2008	426
11.4	Tăng trưởng GDP thực tế và lạm phát: 1990-2008	428
11.5	Dòng FDI thời kỳ 1988-2008	431
11.6	Kiểu hối chuyển về Việt Nam	434
12.1	Biến động giá cổ phiếu Tân Tạo	467
12.2	Đường IS	480
12.3	Đường LM	481
12.4	Mô hình IS - LM	482
12.5	Phản ứng của sản lượng và lãi suất với chính sách tài khóa	487
13.1	Thâm hụt ngân sách nhà nước giai đoạn 2002-2006	529

6.1	Quy mô tài sản và nhu cầu vốn doanh nghiệp nhỏ và vừa	128
6.2	So sánh đặc trưng kinh tế vĩ mô các giai đoạn biến động	130
7.1	Thống kê FPI ngân hàng - chứng khoán	170
7.2	Chỉ số chứng khoán toàn cầu	174
8.1	Ngân hàng trung ương tạo ra tiền	182
8.2	Bảng cân đối kế toán của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam	188
8.3	Số lượng ngân hàng theo hình thức sở hữu	193
8.4	Cấu trúc ngân hàng qua các mốc thời gian	194
8.5	Ngân hàng thương mại cổ phần tăng vốn	196
8.6	Thị phần của các ngân hàng thương mại giai đoạn 2000-2004	197
8.7	Vai trò của ngân hàng thương mại nhà nước trong hoạt động cho vay	200
8.8	“Bơm” tiền vào hệ thống SOCBs trong năm 2003 . . .	202
8.9	Nợ tồn đọng của ngân hàng thương mại nhà nước . . .	204
8.10	Chuyển đổi ngân hàng thương mại cổ phần nông thôn	207
8.11	Ngân hàng thương mại cổ phần nộp đơn xin cấp phép	208
8.12	Thống kê vỡ nợ tín dụng	210
8.13	Tổ chức tín dụng nước ngoài tại Việt Nam	213
8.14	Hệ số tương quan ma trận VNIBOR	216
8.15	Thống kê lãi suất cho vay	220
8.16	Thống kê lãi suất tiền gửi	221
8.17	Hệ số tương quan lãi suất cho vay	221
9.1	Tỷ lệ tiền gửi VND/USD tại Vietcombank	227
9.2	Mức lãi suất dương và lạm phát giai đoạn 1996-2000 .	228
9.3	Thống kê điều chỉnh tiền tệ năm 2008	230
9.4	Thống kê biến động tỷ giá VND/USD	239
9.5	Khảo sát lựa chọn với vàng và USD năm 2004	245
9.6	Cầu vàng của Việt Nam thời kỳ 2005-2008	248
9.7	Giá vàng bình quân ngày ở Việt Nam: 1996-2003 . . .	256
9.8	Giá vàng thế giới thời kỳ 1900-2007	257
9.9	Cầu vàng theo quý ở Việt Nam	257
9.10	Cầu vàng Việt Nam và thế giới	258

Danh mục bảng biểu

1.1	Xuất khẩu gạo Việt Nam 7 tháng đầu năm 2008	16
1.2	Suy giảm tăng trưởng toàn cầu	25
1.3	Định chế tài chính thế giới sụp đổ và khủng hoảng năm 2008	27
1.4	Can thiệp tài chính của Chính phủ Hoa Kỳ	28
2.1	Giá trị sản lượng khai thác mỏ ở Đông Dương: 1900-1945	41
2.2	Trữ kim và lượng tiền lưu hành thời kỳ 1910-1929 . . .	46
2.3	Lượng tiền do Ngân hàng Đông Dương phát hành . . .	47
2.4	Xuất khẩu gạo và phụ phẩm gạo thời kỳ 1890-1941 . .	48
4.1	Xuất, nhập hàng hóa của miền Bắc giai đoạn 1955-1958	68
4.2	Thống kê đối tiền các hộ công thương ở Hà Nội	79
4.3	Cơ cấu thu ngân sách nhà nước thời kỳ 1960-1975 . . .	85
4.4	Cơ cấu chi ngân sách nhà nước thời kỳ 1955-1965 . . .	86
4.5	Thu nhập quốc dân và GDP giai đoạn 1975-1982 . . .	88
4.6	Phân bố lao động giai đoạn 1976-1983	89
4.7	Cán cân thương mại Việt Nam giai đoạn 1976-1984 . .	93
5.1	Tăng trưởng kinh tế và cải thiện đời sống	99
5.2	So sánh tốc độ tăng trưởng GDP của một số quốc gia ASEAN và Trung Quốc	100
5.3	Thống kê quá trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước	101
5.4	Thống kê ICOR Việt Nam	104
5.5	Vốn FDI vào Việt Nam thời kỳ 1988-2008	111

13.1 Cán cân tranh cử Tổng thống Hoa Kỳ năm 2008 519

9.11	So sánh lợi tức vàng hàng tháng	259
9.12	Tương quan hai dãy lợi suất theo tháng	260
9.13	Lợi suất vàng theo ngày tại Luân Đôn và Việt Nam . . .	261
9.14	Quy đổi lợi suất vàng từ tháng thành năm	263
9.15	Tương quan hai dãy lợi suất theo ngày	264
9.16	Chỉ tiêu thống kê mô tả lợi suất USD	284
9.17	Lợi suất USD	284
9.18	GARCH(1,1) của lợi suất USD theo ngày	285
9.19	So sánh số dự báo và thực tế tỷ giá	295
9.20	Phân tích sai lệch tỷ giá thực	296
10.1	5 cổ phiếu có khối lượng niêm yết lớn nhất HaSTC năm 2008	323
10.2	Điều kiện niêm yết chứng khoán lần đầu	324
10.3	Số doanh nghiệp niêm yết	326
10.4	Lịch sử điều chỉnh biên độ dao động giá (HOSE) . . .	330
10.5	Bước giá so sánh	332
10.6	10 công ty chứng khoán có quy mô vốn điều lệ lớn nhất	332
10.7	Vốn pháp định với công ty chứng khoán	333
10.8	Doanh thu năm 2007 của một số công ty chứng khoán	336
10.9	Quỹ đầu tư thành lập giai đoạn 2002-2005	339
10.10	Thống kê công ty quản lý quỹ, tới tháng 3/2008	343
10.11	Phát hành trái phiếu doanh nghiệp thời kỳ 1992-2003 .	368
10.12	Phát hành trái phiếu ngân hàng	369
10.13	Phát hành TPCP: từ 1/2000 đến 3/2004	373
10.14	Phát hành TPCP bằng USD tại Việt Nam	383
11.1	Chức năng của tiền	406
11.2	Lãi suất huy động vàng (%) công bố ngày 7/11/2008 . .	409
11.3	Cán cân thanh toán của Việt Nam, giai đoạn 2004-2007	429
12.1	Can thiệp của các chính phủ đối phó “sóng thần thế kỷ”	440
12.2	Thống kê tỷ lệ nợ mua bất động sản với hộ gia đình . .	468
12.3	Tác động của các nhân tố làm dịch chuyển đường IS và LM	486
12.4	Xác lập mức “đáy” của Vn-Index	492

vào các hệ thống lý thuyết được xây dựng từ nhiều thập kỷ, và đặc biệt phát triển lên tầm cỡ đỉnh cao sau cuộc Đại suy thoái 1929-1933, đang bị xói mòn. Hệ thống kinh tế học ấy như một cơ thể cường tráng, bị những căn bệnh quái ác làm cho suy sụp. Những căn bệnh sinh ra bởi các đoàn quân vi rút đang làm xói mòn sức chống đỡ của niềm tin.

Không thể không tự hỏi, vậy sự phát triển trong hơn 20 năm Đổi Mới của Việt Nam nằm ở đâu trong lịch sử của dân tộc, của nền kinh tế toàn cầu đương đại và của số phận nhân loại. Có lẽ, không một ai, với sự tâm huyết dành cho dân tộc Việt Nam, sự trăn trở và những nỗ lực của người Việt Nam, lại không thấy được nổi truan chuyên của một hành trình đầy thăng trầm, những bước đột phá và cả những bài học sâu sắc, không chỉ dành cho nhận thức lịch sử, mà còn có cả ý nghĩa hướng tới giải pháp tương lai.

Cuốn sách này được viết ra với tinh thần như thế: vì Việt Nam, do Việt Nam và của Việt Nam.

Để phản ánh thực tế của một tiến trình dài lâu, cuốn sách được viết thành ba phần cơ bản. *Phần I* là các quá trình với những thay đổi có mặt tích cực, có mặt hạn chế, trải dài theo thời gian mà ký ức về chúng vẫn còn in sâu trong nhiều thế hệ công dân. *Phần II*, đã có những đột phá được chủ kiến đúng và cả sự thúc ép của các điều kiện kinh tế. Những đột phá ấy được xem xét trong cuốn sách như những phạm trù tròn vẹn, là những điểm nhấn làm sáng rõ các hành trình thời gian mà số đông sự kiện có thể che khuất bản chất “đột phá” của những sự kiện có tính chất bước ngoặt, như thay đổi cấu trúc, chuyển hướng tư duy, bứt phá về mô hình. *Phần III*, các vấn đề kinh tế vi mô và vĩ mô thường không chỉ xuất hiện một lần, mà lặp đi lặp lại, ở các dạng thức khác nhau, lúc ẩn lúc hiện. Có những vấn đề và bài học mà ích lợi của việc nhận thức, sự đột phá về cơ cấu và tư duy kinh tế không bị bó hẹp trong một khoảng không gian và thời gian cụ thể. Đó còn là những quy luật phổ quát, có xu hướng lặp lại và biến thể mỗi lúc một phức tạp và bất ngờ hơn.

Ba phần này tiếp cận nền kinh tế như một chỉnh thể sống trong không gian và thời gian hợp lý, có tính logic và những nhận thức có lợi cho tư duy kinh tế lâu dài.

Cần phải nói ngay rằng trọng tâm được trình bày trong cuốn sách là hệ thống các thị trường và phương tiện kiểm soát tài chính tiền tệ. Lý

Lời giới thiệu

Bản thảo của cuốn sách khép lại vào lúc mà lãi suất cơ bản và lãi suất huy động - cho vay thương mại ở Việt Nam đang giảm nhanh sau gần cả một năm 2008 căng thẳng. Thông tin tài chính của tập doanh nghiệp niêm yết dẫn đầu trên thị trường chứng khoán Việt Nam ở cả hai đầu Tổ quốc đang hé lộ cho bức tranh kinh tế le lói ánh sáng đường ra trong cơn sóng gió tài chính nổi lên từ tháng 10 năm 2007. Tới cuối năm 2008, tỷ lệ lạm phát của cả năm giảm xuống còn 19,9% thay vì 25% - 30% như dự báo hồi tháng 9.¹ Những lo lắng về mức giá cả tăng cao được thay bằng quan ngại về khả năng suy giảm và đình trệ tăng trưởng kinh tế.

Với mức tăng trưởng 6,18% cho năm 2008, nền kinh tế Việt Nam vẫn được xem có mức tăng trưởng ấn tượng trong một bối cảnh toàn cầu ảm đạm. Nhưng ngay ở thời điểm này, chưa ai dám nghĩ tới sự chấm dứt các rắc rối của chuỗi vấn đề kinh tế vi mô và vĩ mô đan xen nhau... Cuộc khủng hoảng tài chính Hoa Kỳ vào ngày 12/12/2008 đã chấm dứt sứ mệnh của 25 ngân hàng thương mại Hoa Kỳ, chỉ trong một năm, tính từ tháng 10/2007. Bão tố đã lan đi khắp nơi, sang cả Tây Âu, Đông Âu, Nam Mỹ và châu Á. Có lẽ, không một góc ngách nào của nền kinh tế toàn cầu, đang được đặt trong các nỗ lực nhất thể hóa cao độ của WTO, WB, IMF cũng như nhiều tổ chức đa phương quốc tế khác, lại có thể miễn nhiệm khỏi căn bệnh tụt huyết áp tài chính ghê gớm này.

Bên cạnh những khó khăn khiến cho đời sống của hàng tỷ con người khắp trái đất bị ảnh hưởng nghiêm trọng, những lý thuyết kinh tế học và phương pháp ứng xử quy mô lớn cho các quốc gia, không phân biệt giàu - nghèo, lớn - bé, cũng đang bị thách thức nghiêm trọng. Niềm tin

¹ Bộ Kế hoạch và Đầu tư

tục hoàn thiện cuốn sách.

Các tác giả cảm ơn Nhà xuất bản Chính trị quốc gia đã phối hợp biên tập và xuất bản cuốn sách, giới thiệu cuốn sách tới độc giả cả nước.

Và cuối cùng, cũng là quan trọng nhất, các tác giả gửi lời cảm ơn chân thành nhất tới bạn đọc. Trong quá trình biên soạn, chúng tôi luôn nỗ lực cao nhất để đáp ứng nhu cầu tìm hiểu kinh tế Việt Nam của độc giả. Sau mỗi phần mục nội dung, nếu quý vị ghi nhận thêm một vài thông tin hay ý kiến phân tích thì đó chính là mục tiêu của cuốn sách đã được thực hiện. .

Hà Nội, tháng 4 năm 2009,

Phạm Minh Chính

Vương Quân Hoàng

do thật đơn giản là vì: Công cụ tài chính tiền tệ ngày nay đã trở thành vũ khí chủ lực để các thể chế và chính phủ sử dụng chống lại những kẻ thù kinh tế, ẩn mình dưới những biến động bất thường, có tính tàn phá và làm xói mòn sự bền vững của nền tảng kinh tế. Một phần quan trọng khác là nền kinh tế thị trường có sự kiểm soát của Nhà nước ngày càng rõ rệt ở Việt Nam, trong đó các thị trường tài chính có ảnh hưởng ngày một mạnh mẽ.

Chủ thể của 538 trang sách là Việt Nam, với trọng tâm nghiên cứu đặt vào hệ thống tài chính - tín dụng - tiền tệ. Các tác giả tự đặt ra nhiệm vụ cung cấp bức tranh toàn cảnh nền kinh tế Việt Nam, với mong muốn được để lại trong độc giả những suy nghĩ về hành trình tiếp tục chinh phục nền kinh tế toàn cầu cùng giấc mơ nước Việt Nam thịnh vượng.

Độc giả là các nhà quản lý, nghiên cứu chính sách, đầu tư, giới phân tích, người quan tâm kinh doanh, có nhu cầu tìm hiểu kiến thức kinh tế - xã hội tìm thấy ở cuốn sách nguồn tra cứu thuận tiện với các thuật ngữ, vấn đề, hiện tượng nổi trội của kinh tế Việt Nam được liệt kê cùng số trang tương ứng trong phần Tra cứu ở cuối sách.

Quý độc giả có thể gặp lại một vài ý phân tích ở các phần khác nhau của cuốn sách do các vấn đề và hiện tượng đặc trưng có tính phổ quát trong nền kinh tế. Bong bóng tài sản tồn tại cả với thị trường bất động sản và thị trường chứng khoán. Hiện tượng nhập siêu từng xuất hiện trong thời kỳ đầu xây dựng chủ nghĩa xã hội ở miền Bắc, lặp lại ở giai đoạn 1986-1988, được bàn tiếp trong những năm 1994-1998, và lại có trong chương trình nghị sự của các kỳ họp Quốc hội năm 2008. Hiện tượng “bầy đàn” thể hiện rất rõ ràng qua hình ảnh chen nhau mua vàng vào lúc giá lên, vay mượn mua chứng khoán lúc VN-Index ở đỉnh, thế rồi, lại đổ xô đi đặt lệnh bán khi chỉ số giá sụt giảm.

Cuốn sách được hoàn thành với sự trợ giúp hiệu quả của đội ngũ cộng sự, những người góp phần quan trọng vào công việc biên tập tài liệu, viết các phần nội dung chi tiết, tập hợp và xử lý số liệu, trao đổi ý tưởng và minh họa. Các tác giả chân thành cảm ơn Trần Trí Dũng, Nguyễn Châu Hà, Nguyễn Đăng Quang và một số đồng nghiệp khác.

Cuốn sách được biên soạn trong một thời gian dài, với rất nhiều công sức và tinh thần trách nhiệm cao nhất. Tuy nhiên, sai sót là không thể tránh khỏi. Các tác giả rất mong được độc giả đóng góp ý kiến để tiếp

Chương 1

Sóng gió

Những ngày thu nắng vàng Hà Nội năm 2008, dòng người xe tấp nập trên những con đường của Thủ đô với guồng quay ngày một nhanh hơn của cỗ máy kinh tế vào các năm cuối thập kỷ đầu tiên của thế kỷ XXI. Nhịp sống hiện đại gấp gáp. Một hệ thống kinh tế hiện đại mau chóng bao phủ vùng đất ngàn năm văn hiến. Những mối bận tâm đã vượt xa khỏi biên giới lãnh thổ. Sự trỗi sụt của chỉ số DJIA, Nasdaq, FTSE 100 và Nikkei 225 bỗng trở nên gần gũi quen thuộc như giá của một kilôgam gạo hay chương trình khuyến mãi của Honda Civic...

Cuốn sách này bắt đầu từ sự kiện cuộc khủng hoảng 2007-2008 khởi nguồn từ bên kia bờ Thái Bình Dương, nhưng sẽ lật lại hành trình kinh tế Việt Nam trong một giai đoạn dài từ năm 1884 với điểm nhấn là hơn 20 năm Đổi Mới. Đây là cách tiếp cận, mà phải mất nhiều tháng mới được định hình, mặc dù tư liệu và các kết quả nghiên cứu đã thu gom qua hàng chục năm.¹ Cuốn sách mang theo chủ kiến rằng những quan sát tổng thể nền kinh tế Việt Nam đặt trong bối cảnh quốc tế hóa mạnh mẽ đời sống kinh tế là cần thiết.

Hội nhập sâu rộng vào nền kinh tế toàn cầu với đầy đủ vai trò là thành viên chính thức thứ 150 của Tổ chức Thương mại Thế giới (WTO) vào đầu năm 2007, đã đem lại một vị thế mới, năng lượng mới cho nền kinh tế Việt Nam. Trong bước đi đầy gian khó này, dư luận quan tâm tới cả

¹ Kể từ khi các tác giả tham gia Hội thảo “Những vấn đề kinh tế - xã hội nổi lên và giải pháp khắc phục” do Văn phòng Trung ương Đảng tổ chức đầu tháng 3/2008.

những lợi ích của trò chơi kinh tế toàn cầu lẫn những thách thức mà quá trình chuyển biến đặc biệt này đặt ra cho hành trình kinh tế và sự ổn định quốc gia.

Thoạt đầu, cho tới tháng 4 và 5/2007, các nhà kinh tế và giới công thương tập trung mối quan ngại vào tiềm năng bành trướng hệ thống phân phối của các tập đoàn đa quốc gia, bên cạnh khả năng bị thâu tóm của các doanh nghiệp trong nước, mà quá trình chứng khoán hóa vẫn chưa kịp đánh giá lại tổng thể giá trị tiềm tàng của nó. Tuy nhiên, từ nửa cuối tháng 11/2007, chỉ số chứng khoán VN-Index thêm một lần nữa tụt xuống dưới ngưỡng 1.000 điểm,² và lạm phát đã ngóc đầu dậy ở mức 12% vào tháng cuối năm này. Người dân và Chính phủ Việt Nam bắt đầu chạm mặt với một mối lo mơ hồ: Khủng hoảng tài chính. Khủng hoảng ấy cho đến hết năm 2008 đã trở thành mối họa kinh hoàng đe dọa hơn 7 tỷ con người trên hành tinh xanh, mặc dù, ban đầu, nó được “giới thiệu” qua những con số thống kê chưa được “vừa ý” xã hội và những người điều hành các Chính phủ.

Cuộc khủng hoảng có khởi nguồn từ Hoa Kỳ, dưới tên gọi *tín dụng bất động sản dưới chuẩn*. Nó nhanh chóng lan rộng ra khắp các thị trường, trở thành một cuộc khủng hoảng thể chế mà bản chất kinh tế - chính trị với những xung đột tồn tại đã hàng trăm năm có cơ hội bộc lộ tác động khốc liệt lên các xã hội, nền kinh tế toàn cầu. Việt Nam cũng đứng trước các bài toán kinh tế, mà chắc chắn lời giải không nằm ở những giải pháp ngắn hạn, hay lời khuyên của chuyên gia này, tổ chức khác. Đáp án nằm ở việc cơ cấu hệ thống kinh tế - chính trị lâu dài và bền vững cho Việt Nam, trong mối quan hệ với những lợi ích ngắn và dài hạn của Việt Nam, và chắc chắn sẽ được sinh ra trong chủ kiến của những người Việt Nam...

Còn nhớ, vào tháng 3/2008, Ngân hàng Bear Stearns danh tiếng đã sụp đổ. Giá cổ phiếu của ngân hàng này từ 30 USD sau một đêm chỉ còn 2 USD. Đại ngân hàng phố Wall, JPMorgan, đã nhanh chóng mua lại Bear Stearns với giá 240 triệu USD kèm theo cam kết hỗ trợ 30 tỷ USD của Quỹ dự trữ Liên bang Hoa Kỳ (Ngân hàng Trung ương Hoa Kỳ, FED). Cả thế giới rung động.

²Ngày 18/11/2007: VN-Index đạt 998,22 điểm, bắt đầu chuỗi sụt giảm kéo dài tới hết năm 2008.

Có vẻ như sự việc tồi tệ hơn nhiều so với những con số báo khoản lỗ, lần lượt làm nên những vết đỏ xấu xí của các báo cáo lỗ - lãi (P&L) của các đại công ty ngân hàng, tài chính phố Wall và khắp các trung tâm lớn London, Paris, Frankfurt, Geneva... Đó chính là những chấn động đầu tiên. Giống như mọi lần, người ta mong chờ thời gian trôi qua, các hội đồng quản trị làm việc cật lực, các chính sách điều chỉnh, và cả những động thái của hệ thống cơ quan điều phối... sẽ giúp ổn định. Nhưng mọi việc đã không như thế.

Danh sách các tượng đài tài chính Hoa Kỳ, nền kinh tế số một hành tinh, gục ngã trước cơn cuồng phong nợ dưới chuẩn cứ ngày một dài thêm. Bóng mây u ám nhanh chóng lan tới các trung tâm tài chính ở châu Âu và châu Á. Sau những cái tên Merrill Lynch, Lehman Brothers, Wachovia, Washington Mutual của nước Mỹ, giới tài chính quốc tế liên tiếp đón nhận tin xấu từ khắp nơi. Ngày 29/9/2008, ngân hàng chuyên cho vay bất động sản Bradford & Bingley (B&B) của Anh mất quyền kiểm soát và bị xóa tên trên thị trường chứng khoán. Chính phủ Hà Lan, Bỉ, Luxembourg hợp sức cứu Fortis - ngân hàng lớn nhất nước Bỉ khỏi nợ nần. Những nỗ lực lớn lao được thực hiện để giữ ngân hàng liên doanh Pháp - Bỉ Dexia đứng lại bên mép vực phá sản. Khoản thua lỗ nặng nề của 6 ngân hàng hàng đầu tại xứ sở mặt trời mọc khiến Ngân hàng Trung ương Nhật Bản (BoJ) vào ngày 30/9/2008 phải tức tốc dốc 19,2 tỷ USD cứu nguy. Tới đầu tháng 10/2008, cơn bão khủng hoảng còn cuốn phăng cả quốc đảo Iceland vào tình trạng phá sản cấp quốc gia.

Bên bờ Tây Thái Bình Dương, Việt Nam từng bừng với chỉ số chứng khoán VN-Index quen thuộc tăng 200% từ giữa 2006 tới quý I/2007. Mức tăng trưởng kinh tế hai năm liên tiếp 2006 và 2007 đạt trên 8%/năm. Đầu tư và tiêu dùng tăng cao cùng mức kỳ vọng đặt ra cho những thành tựu kinh tế trong những năm tiếp theo. Sự hào hứng của nền kinh tế dâng cao, bỏ qua những lời cảnh báo và dấu hiệu sụt giảm của thị trường chứng khoán và mức lạm phát đã chuyển từ một con số năm 2006 sang hai con số vào cuối năm 2007.

Người ta chỉ giạt mình hỏi nhau “chuyện gì đang xảy ra?” khi chỉ số chứng khoán từ mức đỉnh 1.171 điểm của ngày 12/3/2007 rơi xuống 395 điểm vào ngày 4/6/2008. Đây là lần đầu tiên VN-Index ở dưới ngưỡng

400 điểm từ sau ngày 3/3/2006. Ở qui mô toàn bộ nền kinh tế, chỉ số giá tiêu dùng trong 6 tháng đầu năm 2008 tăng cao tới 20% so với cùng kỳ năm 2007. Khoảng cách giữa xuất khẩu và nhập khẩu đã nở ra tới mức lớn nhất sau hơn hai thập kỷ kể từ năm 1986. Thêm vào đó, khó khăn thanh khoản buộc hệ thống ngân hàng thương mại đẩy lãi suất lên cao, có thời điểm là trên 20%/năm, bóp nghẹt dòng chảy tín dụng. Cùng lúc tỷ giá hối đoái liên tục biến động với chênh lệch lớn giữa mức niêm yết tại hệ thống ngân hàng và giao dịch trên thị trường tự do.

Từ tháng 4/2008, nhiều doanh nghiệp lâm vào tình cảnh “phá sản kỹ thuật”. Sự tự mãn với những thành tựu gần gũi chưa đầy 24 tháng kể từ giữa 2006 đã không còn. Thế chỗ vào đó là các kế hoạch cắt giảm chi tiêu, thu hẹp sản xuất, giảm nhân sự, và tất cả những gì cần làm để chuẩn bị đương đầu với sóng gió phía trước.

1.1 Sóng gió nổi lên

Tới đầu năm 2008, khủng hoảng tín dụng bất động sản đã lan rộng sang tất cả các nước, tác động tiêu cực cả đến thị trường chứng khoán, tiền tệ và hàng hóa. Liên minh tài chính được hình thành để chống khủng hoảng tín dụng toàn cầu. Nguy cơ đầu cơ hàng hóa - vật tư hiện hiện kéo theo giá cả và lạm phát tăng cao trong điều kiện tăng trưởng thấp. Những thay đổi và xáo trộn toàn cầu có thể tiếp tục tạo ra sự phân hóa mạnh mẽ.

Khi sự thông thương và hội nhập kinh tế ngày càng sâu sắc, sóng to cùng gió lớn trên đại dương kinh tế thế giới khiến con tàu kinh tế Việt Nam chao đảo. Dưới sự lãnh đạo của Đảng, Chính phủ Việt Nam nỗ lực ổn định kinh tế vĩ mô, đảm bảo an sinh xã hội trước các biến cố khách quan khó lường. Đây là những nội dung then chốt cho sự phát triển kinh tế Việt Nam nổi lên giai đoạn đầu thế kỷ XXI, đặt ra nhiều vấn đề cần giải quyết trong ngắn hạn và trung hạn.

Nhờ những nỗ lực này, bước sang tháng 9/2008, kinh tế Việt Nam bắt đầu đón nhận những chuyển biến tích cực về các chỉ số kinh tế vĩ mô. Biểu hiện rõ nhất là tỷ lệ lạm phát giảm từ 3,91% vào tháng 5 xuống còn 0,18% trong tháng 9. Thị trường chứng khoán dần phục hồi, tăng 40% so với tháng 6. Tính thanh khoản của hệ thống ngân hàng được

cải thiện, lãi suất huy động và cho vay tiếp tục xu hướng giảm từ cuối tháng 7. Tỷ giá VND/USD dần ổn định, không còn sự chênh lệch đáng kể giữa tỷ giá trên thị trường liên ngân hàng với thị trường tự do. Thâm hụt thương mại giảm rõ rệt. Nhập siêu quý III/2008 bình quân còn 1 tỷ USD/tháng so với mức 2,7 tỷ USD/tháng của 5 tháng đầu năm. Đặc biệt, niềm tin của nhân dân được ổn định.

Tuy nhiên, diễn biến kinh tế thế giới cũng liên tục thay đổi. Vừa lúc kinh tế trong nước phục hồi thì lại phải đón nhận những tác động tiêu cực từ bên ngoài. Tháng 9/2008, cuộc khủng hoảng tài chính lại bùng phát ở Mỹ với mức độ trầm trọng hơn, nhanh chóng lây lan từ lĩnh vực tài chính sang các lĩnh vực kinh tế khác, không riêng trong phạm vi kinh tế Mỹ mà ảnh hưởng rộng khắp toàn cầu. Tình hình kinh tế Việt Nam trở nên khó khăn hơn. Cho tới tháng 12/2008, chỉ số giá của thị trường chứng khoán Việt Nam đã xuống mức rất thấp. VN-Index dưới 300 điểm và HaSTC-Index lùi về ngay sát vạch xuất phát 100 điểm. Mức tăng trưởng tín dụng của năm 2008 cũng được ước tính dừng ở 24%. Khủng hoảng tín dụng toàn cầu được giới chuyên gia kinh tế nhận định sẽ tác động mạnh mẽ hơn tới nền kinh tế Việt Nam trong năm 2009. Vấn đề giảm phát và giải pháp kích cầu và rộng hơn là kích thích kinh tế cũng bắt đầu được bàn luận. Dù lãi suất ngân hàng đã giảm xuống quanh 12%/năm, các doanh nghiệp vẫn đối mặt với các khó khăn về tài chính và thị trường thu hẹp.

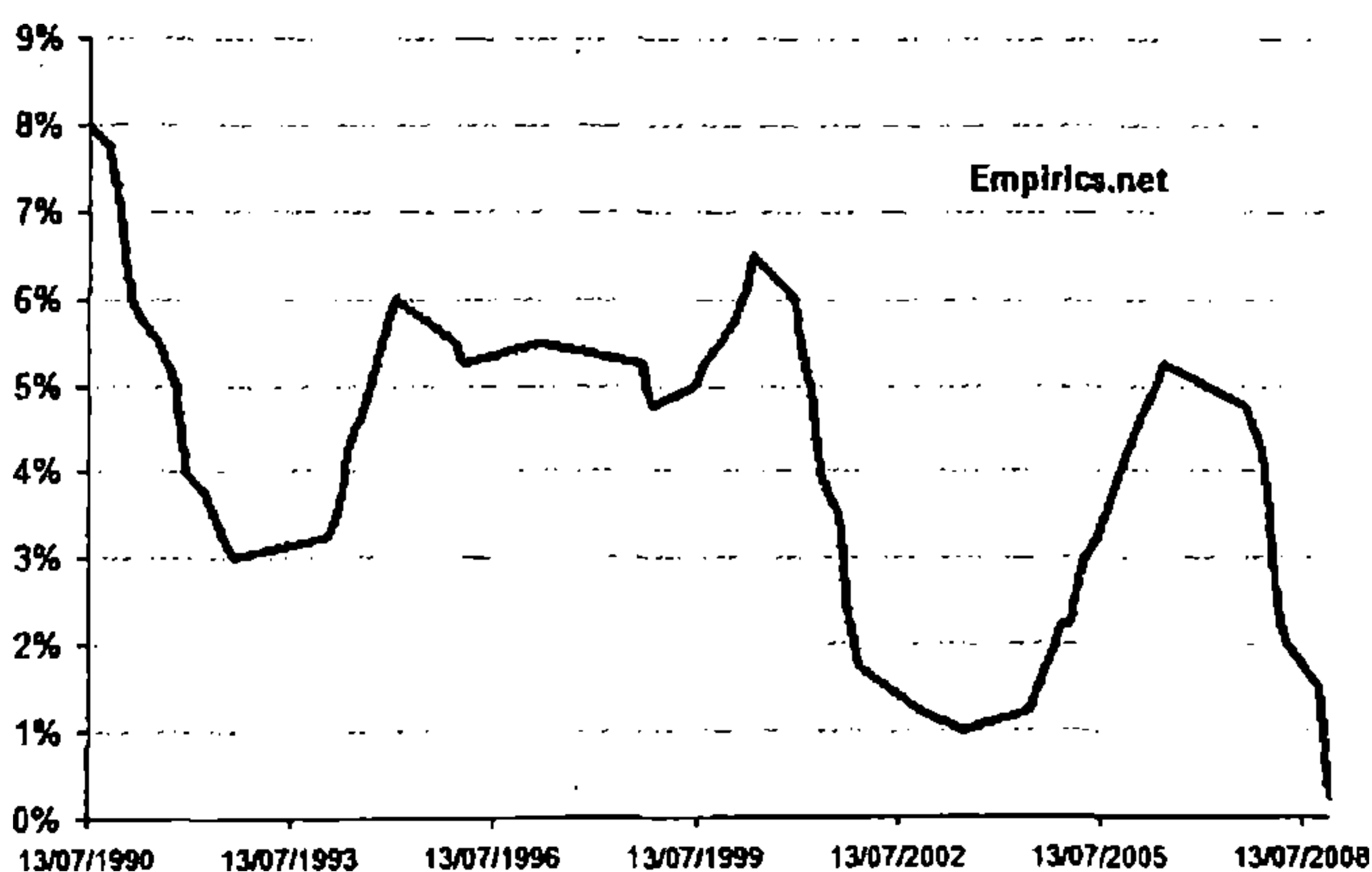
Biến động kinh tế năm 2008 ghi nhận những khác biệt đặc trưng về bản chất, qui mô tác động, nguyên nhân hình thành, và cả liệu pháp xử lý so với hai giai đoạn xáo trộn kinh tế 1991-1992 và 1997-1998 (Chính *et.al.*: 2008, [85]). Việt Nam đã và đang thực sự hội nhập sâu sắc vào đời sống kinh tế thế giới. Vận động của các thị trường hàng hóa và tài chính quốc tế nhanh chóng tác động trực tiếp tới các thị trường trong nước.

1.1.1 Khủng hoảng tín dụng Hoa Kỳ 2007-2008

Tháng 8/2007, thị trường tín dụng bất động sản Hoa Kỳ xảy ra biến cố, kinh tế thế giới lập tức ghi nhận những dấu hiệu bất ổn. Nguyên nhân sâu xa của thực trạng này bắt nguồn từ: (i) chính sách nới lỏng tiền tệ

mà FED thực thi từ đầu những năm 2000 (FED giữ lãi suất dưới 2% trong thời gian từ 11/12/2001 đến 10/11/2004, Hình 1.1); (ii) giới chính trị gia ủng hộ mở rộng tín dụng dành cho tầng lớp có thu nhập từ trung bình thấp trở xuống; và (iii) trong điều kiện lãi suất thấp, các công ty tài chính được thành lập như một giải pháp điều hòa dòng chảy tín dụng, và thu lợi nhuận chênh lệch lãi suất, đồng thời, tránh các qui định kiểm soát tín dụng chặt chẽ với hệ thống ngân hàng.

Hệ quả là các tiêu chuẩn cho vay được hạ thấp, dẫn đến thị trường tín dụng bất động sản phát triển quá nóng. Bởi vậy, khi FED tăng lãi suất lên 4% vào đầu tháng 11/2005 và duy trì lãi suất ở trên mức này tới hết năm 2007, nhiều người vay tiền mua bất động sản đã rơi vào tình trạng mất khả năng thanh toán.



Hình 1.1: Lãi suất của FED thời kỳ 1990-2008

Theo một dây chuyền, thực tế này đẩy nhiều ngân hàng và định chế tài chính tới cảnh thua lỗ nặng nề, đối diện với nguy cơ phá sản cao, thậm chí, phải tuyên bố phá sản hoặc bị thu tóm. Trong nửa đầu năm 2008, Chính phủ Hoa Kỳ và FED đã áp dụng một loạt các can thiệp thị trường khiến giới phân tích lúc đó nhận định rằng áp lực của cuộc khủng hoảng đang giãn dần. Trên thực tế, tình trạng khó khăn của Hoa Kỳ nói riêng và của cả thế giới nói chung vẫn kéo dài từ đó cho tới hết

năm 2008 và hậu quả ảnh hưởng nặng hơn tiếp tục xuyên qua 2009. Vào lúc khó khăn kinh tế toàn cầu trở nên trầm trọng hơn, có tới trên 40 quốc gia lâm vào suy thoái hoặc đứng trên bờ vực suy thoái trong năm 2008.

Được bao bọc trong nhiều lớp công cụ phái sinh tài chính, rủi ro của các khoản tín dụng bất động sản có tính lan truyền rất cao dẫn đến thị trường tín dụng Hoa Kỳ luôn trong tình trạng “co rút” và thị trường chứng khoán trời sập trong sự hoảng loạn của các nhà đầu tư. Quá trình sụp đổ lan truyền rất khó dự báo đầy đủ qui mô và tính phức tạp. Và gánh nặng này còn tiếp diễn trong nhiều tháng tiếp theo với những biến đổi khó lường. Đây cũng là dấu hiệu cảnh báo rủi ro tín dụng xuất phát từ quan hệ liên thông các thị trường chứng khoán - tiền tệ - bất động sản đang biểu hiện ngày một rõ hơn tại Việt Nam (Hoàng và Sơn: 2008, [113]).

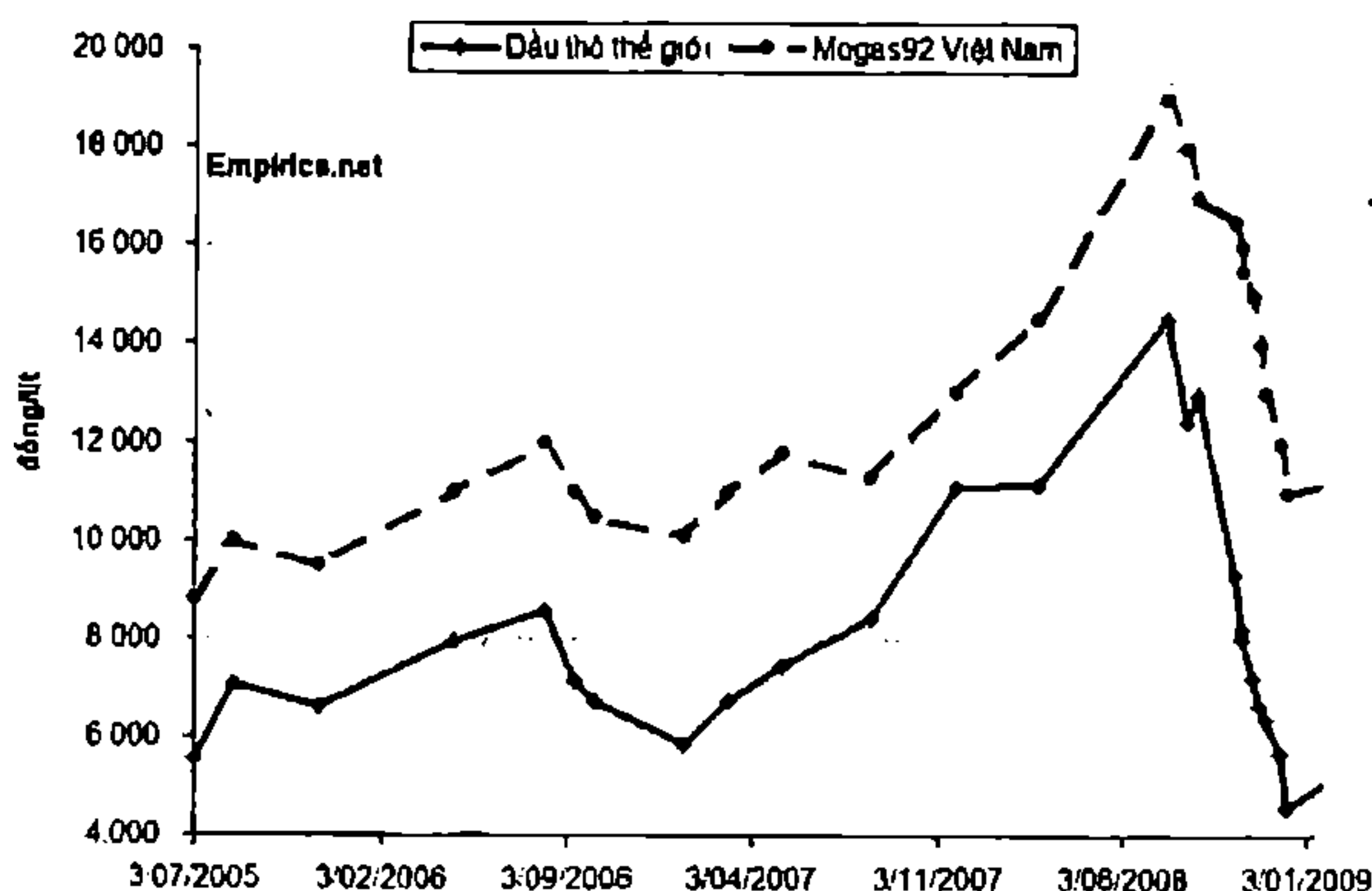
1.1.2 Đầu cơ quốc tế tăng mạnh

Hỗn loạn trên các thị trường là cơ hội tốt hơn bao giờ hết để các nhà đầu cơ quốc tế trục lợi. Những ngân hàng và tập đoàn đa quốc gia với tài sản hàng nghìn tỷ USD thao túng thị trường giao dịch hàng hóa thiết yếu và đầu vào sản xuất quan trọng. Lần lượt dầu thô, lương thực, vàng... trở thành đối tượng tập trung đầu cơ cao. Tiếp theo, tiền tệ các quốc gia và các tài sản tài chính được bổ sung vào thực đơn của “cá mập”.

Diễn biến phức tạp của giá dầu mỏ

Những mâu thuẫn địa - chính trị ở một số khu vực nhạy cảm dầu mỏ trên thế giới cùng với tình trạng đầu cơ đã khiến giá dầu thô tăng mạnh trong suốt 6 tháng đầu năm 2008, lên mức đỉnh cao lịch sử 147 USD/thùng vào ngày 11/7/2008. Trước đó, dầu thô, vào cuối năm 2007, lần đầu được giao dịch với giá 100 USD/thùng.³ Tuy vậy, nỗ lực tích trữ dầu không hề giảm trước những lo ngại xung đột quân sự tại Trung Đông và khu vực Caspia. Giá dầu tiếp tục tăng cao trong đầu năm 2008, đặt các nền kinh tế toàn cầu trong tình trạng báo động đỏ khủng hoảng năng lượng.

³Thùng (barrel): đơn vị đo lường quốc tế, tương đương 150 lít.



Hình 1.2: Giá dầu thô thế giới và xăng Mogas 92 Việt Nam

Nguồn: Dan Houtte, Vuong & Partners

Giá dầu tăng phần nhiều do yếu tố tâm lý trước bất trắc kinh tế. Trong hai tháng 7 và 8/2008, giá dầu đã liên tục giảm và còn được giới phân tích đánh giá có thể xuống tới mức 80 USD/thùng cho dù ngày 10/9/2008, Tổ chức các nước xuất khẩu dầu mỏ (OPEC) đã thông báo sẽ cắt giảm sản lượng dầu 520.000 thùng/ngày kể từ nửa cuối tháng 10 năm 2008. Mức cắt giảm này được coi là thấp so với mức sụt giảm về cầu trên thế giới, ước khoảng 2 triệu thùng/ngày. Tới giữa tháng 11/2008, giá dầu thô xoay quanh mức 50 USD/thùng. Giá xăng trong nước sau lần tăng giá kỷ lục ngày 21/7/2008 đã giảm dần từ mức 19.000 đồng/lít (Mogas 92) xuống 13.000 đồng/lít vào ngày 15/11/2008 và còn 11.000 đồng/lít kể từ sau ngày 10/12/2008. Bóng ma suy thoái ở các đầu tàu kinh tế thế giới tiếp tục làm giá dầu mất đi 75% khi xuống tới mức 35 USD/thùng ngày 18/12/2008. Đây cũng là mức thấp kỷ lục của giá dầu thô trong vòng 4 năm.

Xăng dầu là vật tư thiết yếu của sản xuất và là hàng hóa quan trọng trong đời sống. Chính phủ Việt Nam từ lâu vẫn duy trì sự điều tiết chặt chẽ xăng dầu qua thuế, truyền thông và giá. Trong thời kỳ biến động, giá xăng trong nước được điều chỉnh tương ứng với dao động trên thị trường quốc tế (hình 1.2).

Dầu mỏ của ai?

Từ sau khủng hoảng dầu mỏ giữa thế kỷ XX, thế giới bắt đầu cho rằng cần loại bỏ bàn tay của các tập đoàn dầu mỏ xuyên quốc gia, với giả thiết rằng một khi có thể vượt qua các thế lực tài phiệt dầu mỏ lũng đoạn này để bắt tay với những công ty dầu mỏ nhỏ hơn nhưng “độc lập”, thế giới sẽ có được nguồn cung dầu mỏ khách quan, tẩy chay nguồn dầu mỏ đến từ các giếng dầu Ả-rập.

Sự thực không phải vậy. Trong cuốn sách *Whatever happened to America?*, Jon Chritian Ryter (2001: [92]) dẫn độc giả tới một câu chuyện hoàn toàn khác.

Khi John D. Rockefeller lập nên hãng dầu lửa Standard Oil năm 1870, ông đã thực thi nguyên tắc: để kiểm soát “cầu” cần nắm giữ “cung”. Một khi công ty nắm quyền khống chế nguồn cung, nó sẽ có thể, và chắc chắn sẽ thực hiện hành vi thao túng, lũng đoạn nhu cầu tiêu dùng. Đó chính xác là những gì Rockefeller đã làm. Ngay từ những ngày đầu tại Pennsylvania, Rockefeller đã có kinh nghiệm đắt giá khi chứng kiến những khoản thua lỗ nặng nề do các giếng dầu khai thác quá nhiều khiến giá dầu thô giảm mạnh. Sự thật tương tự cũng xảy đến với các công ty lọc dầu. Với sản lượng quá nhiều dầu thô và lực lượng quá đông các công ty lọc dầu, chi phí sản xuất dầu lửa đã vượt cả mức giá một nhà bán buôn dầu lửa như Rockefeller có thể mua được trên thị trường.

Để kiểm soát dòng dầu thô chuyển tới cơ sở lọc dầu, Standard Oil trước tiên tấn công hệ thống phân phối dầu thô, cung cấp dầu vào của các công ty lọc dầu, lần lượt làm phá sản từng giếng dầu. Kết cục tương tự cũng xảy ra với các công ty lọc dầu. Từng bước chậm rãi, Standard Oil giảm giá dầu lửa trên thị trường cho tới khi các công ty lọc dầu lâm vào tình trạng vỡ nợ. Lúc này, Standard Oil sẽ đứng ra mua lại và thuê chính những người chủ cơ sở lọc dầu, giếng dầu, tiếp tục vận hành sản xuất. Đến năm 1875, Standard Oil đã kiểm soát 85% sản lượng dầu lửa được sản xuất ra trên toàn thế giới bởi một lý do đơn giản, Rockefeller sở hữu các giếng dầu cung cấp 85% sản lượng dầu thô toàn cầu. Bản chất khốc liệt của quá trình này đã trở thành thị trường M&A rộng lớn, được ngụy trang bằng nhiều mỹ từ quen thuộc trên báo chí ngày nay.

Khi giếng dầu đầu tiên được phát hiện ở thành phố Baku trên bờ biển Caspia của nước Nga vào năm 1873, Robert Nobel của dòng họ Thụy

Sĩ chuyên sản xuất thuốc súng đang có mặt tại đó để thu mua nguyên liệu chế tạo thuốc súng, phục vụ đơn đặt hàng của Chính phủ Nga với người anh em Alfred Nobel. Nhận thấy cơ hội lớn, Robert bỏ ngay ý định thu mua nguyên liệu chế tạo thuốc súng. Thay vào đó, một cơ sở lọc dầu được khẩn trương xây dựng tại Baku. Tới năm 1879, nhà Nobel đã gắn bó chặt chẽ với kinh doanh dầu mỏ có nguồn thu lợi vượt xa phần sản xuất và buôn bán thuốc nổ, vũ khí. Cùng năm này, *Nobel Brothers Petroleum Producing Company* được thành lập. Cơ sở hạ tầng phục vụ kinh doanh dầu mỏ nhanh chóng được phát triển. Công ty xây dựng đường ống dẫn dầu dài 8 dặm nối giếng dầu ở Baku với Zoroaster, bể chứa dầu đầu tiên trên thế giới. Trong vòng 5 năm, hệ thống đường sắt cũng được hoàn thiện đảm bảo vận chuyển nhanh chóng dầu mỏ tới các kho chứa. Khối lượng công việc đồ sộ này hẳn nhiên cần nguồn tài chính rất lớn. Và người cung cấp vốn cho nhà Nobel không ai khác ngoài Nam tước Alphonse de Rothschild của đại gia tộc tài phiệt ảnh hưởng lớn nhất toàn cầu 2 thế kỷ nay.

Quan hệ kinh doanh gắn bó giữa Nobel và Rothschild được Daniel Yergin khẳng định trong cuốn sách có tên gọi hấp dẫn *Dầu mỏ, tiền bạc và quyền lực* (2008:[124], trang 97). Cũng giống như phần đông chúng ta, Yergin tuyệt đối tin tưởng vào cuộc chiến cạnh tranh khốc liệt giữa liên minh Rothschild-Nobel với đối thủ Standard Oil của nhà Rockefeller. Thật không may, đây là cách hiểu sai bản chất.

Theo Jon Chritian Ryter, nhờ liên minh với nhà Rothschild, công ty của anh em Nobel đã đánh bại Rockefeller trên chiến trường Nga - thất bại duy nhất trong lịch sử thương mại dầu mỏ của Standard Oil. Nguyên nhân là vì Standard Oil đã không sẵn sàng chuẩn bị cho một trận quyết tử như vẫn thường tiến hành mỗi khi gặp đối thủ cạnh tranh. Chính xác hơn, việc Rockefeller nhường lại vùng dầu mỏ Baku cho anh em Nobel là một cuộc sắp đặt. John D. Rockefeller, người sáng lập đế chế dầu mỏ tại Cleveland, đã hợp tác chặt chẽ với gia tộc Rothschild từ năm 1875 dưới sự dàn xếp của Jacob Schiff - một chuyên gia tài chính được nhà Rothschild tin dùng.

Nước Nga và dầu mỏ

Từ năm 1995, có câu hỏi đã được đặt ra, và mãi tới tận bây giờ vẫn chưa tìm được câu trả lời thấu đáo, “Vì sao ngay sau khi Liên bang Xôviết

tan rã, lập tức xuất hiện một lực lượng tài phiệt rất mạnh, mua lại gần như toàn bộ các nhà máy và cơ sở khai thác tài nguyên giá trị (dầu mỏ, kim loại quý, khoáng sản)?”. Để sở hữu những tài sản này, cho dù có mua ở mức giá rẻ cũng cần tới hàng chục, và hàng trăm triệu USD. Bằng cách nào có thể huy động và điều chuyển một lượng tiền lớn như vậy?

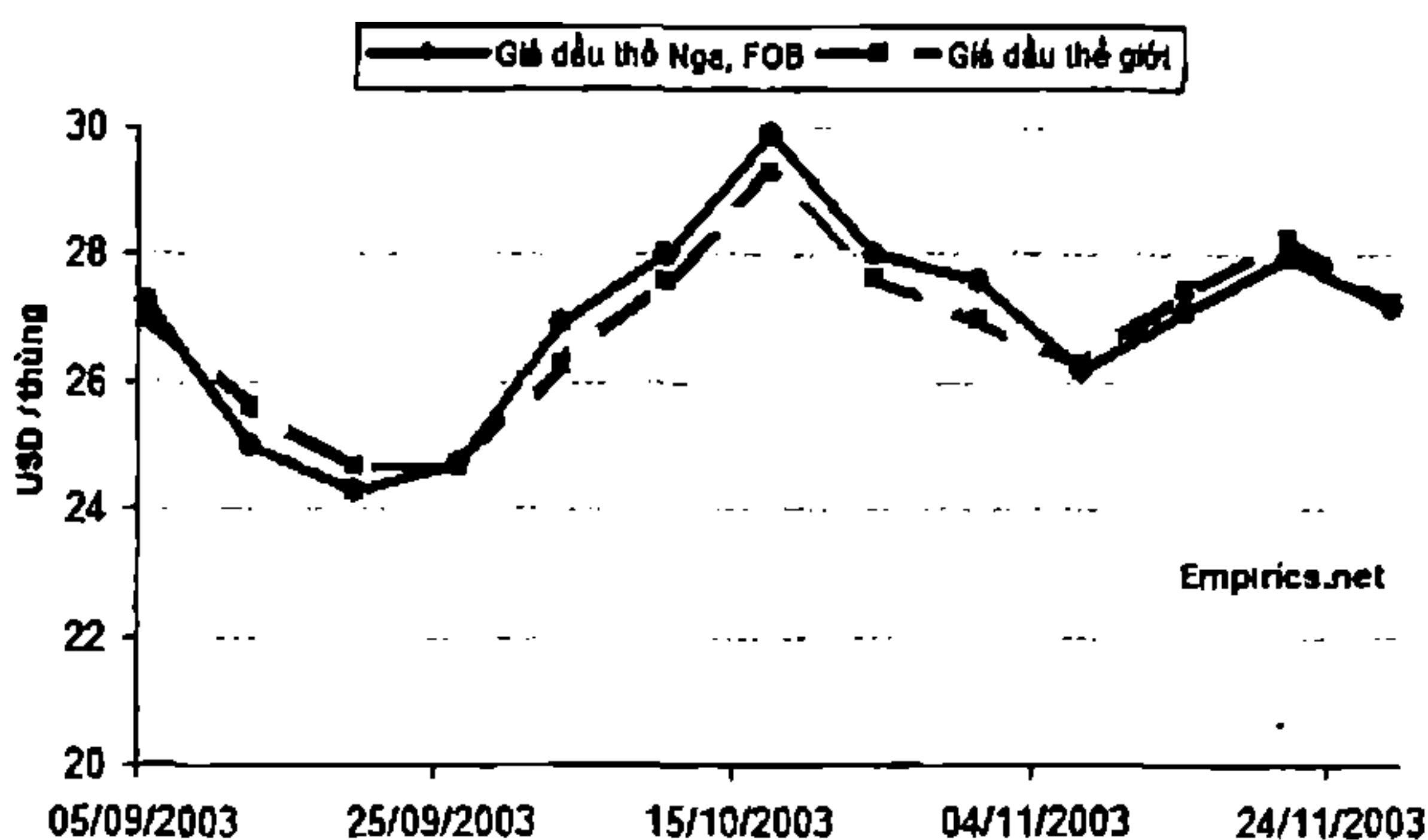
Quan sát trên thị trường thế giới cũng không ghi nhận biến động bất thường về giá cả những tài nguyên trên. Điều này gây ngạc nhiên bởi như chúng ta thường quan sát thấy ngày nay, mỗi khi có một biến động địa chính trị, kiểu như chiến sự ở Irắc hay vấn đề hạt nhân ở Iran, thì giá hàng hóa có tính đầu cơ cao như dầu mỏ hay vàng thường có nhiều dao động. Câu trả lời mang tính hợp lý nhiều hơn cả là: “Hệ thống tư bản ngân hàng quốc tế đã nắm giữ nguồn cung dầu mỏ thế giới (bao gồm cả Xôviết và nước Nga ngày nay). Chính lực lượng này đã điều động tài chính để hợp thức hóa việc sở hữu các cơ sở nắm giữ tài nguyên quan trọng khi có sự chuyển đổi từ thể chế Xôviết sang nước Nga”.

Cuộc chiến Gruzia - Nga vào giữa năm 2008 lại có một tác động khác tới giá dầu mỏ thế giới. Trái với dự đoán của giới quan sát, giá dầu giảm sau khi chiến sự nổ ra. Vì sao vậy? Có thể đặt ra một giả thiết rằng, người Nga có mong muốn lấy lại quyền sở hữu các nguồn tài nguyên, đặc biệt là dầu mỏ. Hành động được cho là mạnh tay nhất của Chính phủ Nga là sử dụng lực lượng đặc nhiệm bắt giữ tỷ phú, ông chủ tập đoàn dầu mỏ Yukos, Mikhail Khodorkovsky vào tháng 10/2003. Ông này sau đó đã nhận án tù 9 năm. Yukos bị chia nhỏ và bán lại cho nhiều hãng kinh doanh khác nhau. Giá dầu mỏ tại Nga và trên thế giới ngay lập tức có phản ứng tăng giá với mức chênh lệch giá biến động từ 19% đến 23% trong thời gian từ tháng 9 đến tháng 11/2003 (hình 1.3).

Nhưng diễn biến vào năm 2008 thì ngược lại. Sau khi tăng tới gần 150 USD/thùng vào đầu năm, tới tháng 8 năm 2008, giá dầu thế giới giảm xuống xấp xỉ 110 USD/thùng. Và còn tiếp tục giảm mạnh tới tận 35 USD/thùng vào cuối năm.

Nguyên nhân của hai phản ứng trái ngược này có thể là vào năm 2003, sở hữu dầu mỏ của tài phiệt ngân hàng quốc tế đã bị chuyển thành sở hữu của Nga. Do vậy, lượng cung mà lực lượng này kiểm soát bị giảm xuống và đẩy giá lên. Tới năm 2008, không có sự thay đổi về lượng cung, và để tạo áp lực với Nga trong các cuộc thương lượng, tư bản ngân

hàng quốc tế đã chủ động giảm giá dầu, khiến Nga mất đi một quân bài chiến lược.



Hình 1.3: Biến động giá dầu năm 2003 (FOB)

Nguồn: *Energy Information Administration (Hoa Kỳ)*

Quyền lực kiểm soát nguồn cung dầu mỏ theo thời gian không hề giảm đi mà trái lại ngày càng được củng cố và mở rộng. Ngày 2/10/2008, nhật báo Kommersant cho biết, tập đoàn dầu khí đa quốc gia Royal Dutch Shell (một thành viên của nhóm *Seven Sisters*) đang tiến hành đàm phán mua lại ít nhất 50% cổ phần của công ty Nga Taas-Yuriakh hiện đang nắm quyền điều hành mỏ dầu Sredni-Botuobinskoye có trữ lượng ước tới 98 triệu tấn, ở Yakutia, miền đông Xibêri. Tuy nhiên, thương vụ này phải được Chính phủ Nga phê chuẩn. Shell hiện đang nắm giữ 27,5% cổ phần của dự án khổng lồ Sakhalin 2 và 50% cổ phần Công ty Phát triển dầu khí Salym của Nga.

Taas-Yuriakh đã khai thác 20.500 tấn dầu thô năm 2007 tại mỏ trên, dự kiến nâng sản lượng lên 1,5 triệu tấn năm 2011, và đạt mức tối đa 6 triệu tấn vào năm 2015. Taas-Yuriakh có sự góp vốn của Urals Energy (35,33% cổ phần), công ty đầu tư Ashmore Investment Management của Anh (10,5%), Yakut Energy đặt tại Cộng hoà Síp (37,37%) và Finfund (16,8%).

Seven Sisters (tạm dịch, *Bảy chị em*) gồm các tập đoàn độc quyền dầu mỏ toàn cầu, cùng nhau phân chia thị phần, lãnh địa và đặt ra giá

dầu mỏ. Bảy chị em gồm có: các công ty của Mỹ (1) Esso (Standard of N.J.), (2) Mobil (Standard of N.Y.), (3) Gulf Oil, (4) Texaco, (5) Chevron (Standard of Calif.), cùng hai công ty của Anh (6) Royal Dutch Shell và (7) Anglo-Persian Oil Company (sau này đổi tên thành British Petroleum). Bên ngoài, đây là bảy công ty riêng biệt, thậm chí có lúc cạnh tranh với nhau, nhưng kỳ thực đều nằm dưới sự cai quản của nhà Rockefeller (nhóm công ty Mỹ) và Rothschild (nhóm công ty Anh). Năm 1911, do Standard Oil của nhà Rockefeller thu tóm gần như toàn bộ nguồn cung dầu mỏ của thế giới, Tòa án Tối cao Hoa Kỳ, theo đạo luật chống độc quyền, đã giải thể công ty này thành vài chục công ty nhỏ, trong đó có cả những cái tên Chevron, Mobil, Exxon (tên gọi cũ là Esso).

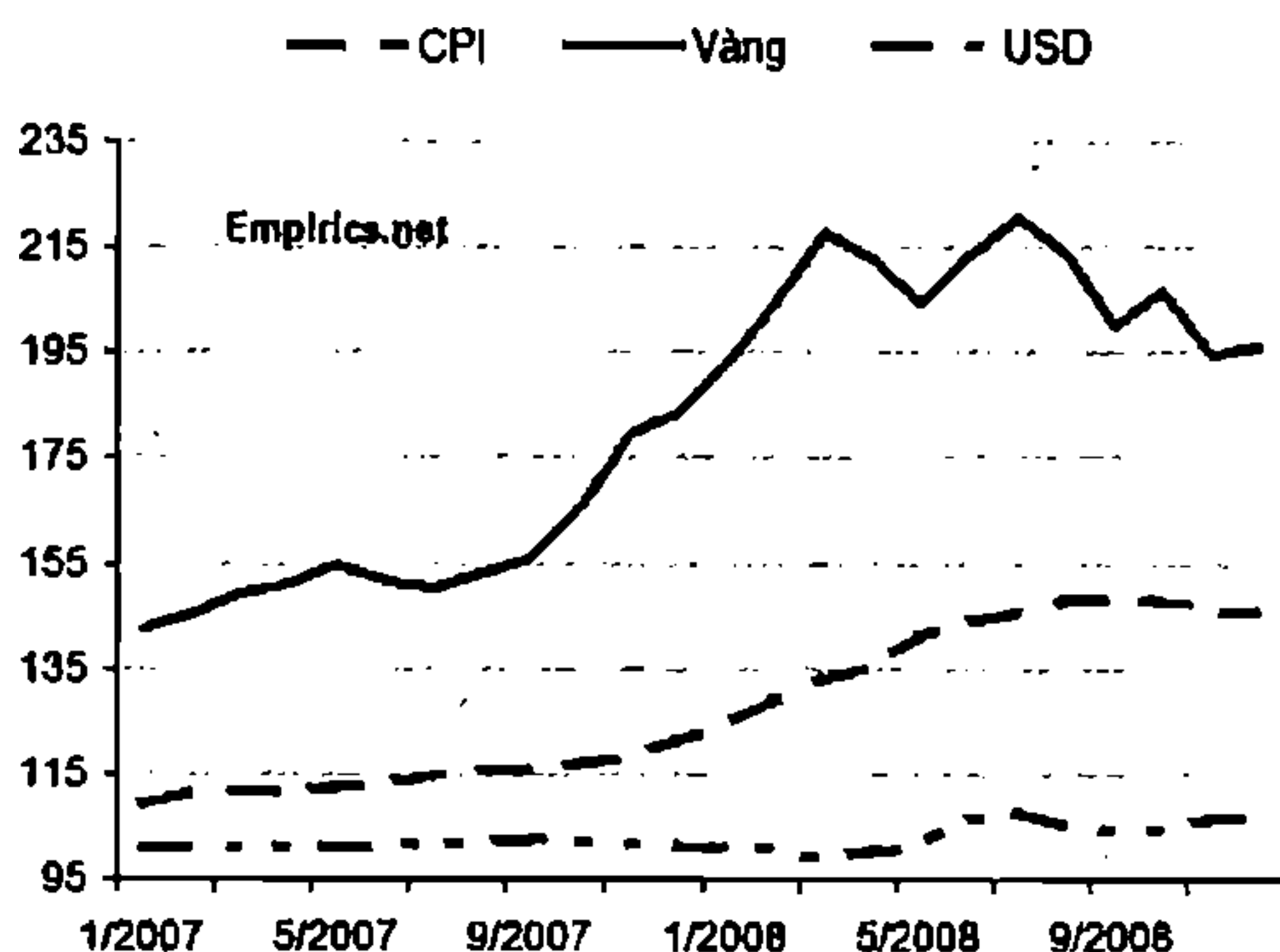
Giá vàng biến động bất thường

Vàng là hàng hóa đặc biệt, tự thân đã rất có giá trị. Vàng được sử dụng như một loại tiền tệ quốc tế, và từng được sử dụng như tài sản đảm bảo giá trị của tiền tệ.⁴ Bởi vậy, các khoản đầu tư vào vàng được ưa thích trong giai đoạn biến động kinh tế nhằm tìm kiếm đảm bảo về giá trị.

Vào lúc kinh tế có nhiều biến động, giá vàng dao động mạnh. Vàng tăng giá lên rất cao, 1.007,1 USD/ounce (ngày 14/3/2008) và lại giảm xuống mức rất thấp, 696 USD/ounce vào ngày 1/11/2008. Mỗi khi xuất hiện dấu hiệu phục hồi trên thị trường tài chính, tín dụng và tiền tệ, hoạt động đầu cơ vào vàng trên thế giới lại kém phần nhộn nhịp.

Ở Việt Nam, vàng vừa là tài sản tiết kiệm được ưa thích, vừa là phương tiện thanh toán phổ biến trong các giao dịch mua bán bất động sản và làm đồ trang sức. Thói quen này đã ăn sâu vào lối sống người dân. Việt Nam bắt đầu cho phép nhập khẩu vàng vào đầu những năm 1990 dưới dạng cấp quota cho các đơn vị nhập khẩu. Năm 2008, Ngân hàng Nhà nước chỉ cấp hạn ngạch cho nhập khẩu 73,5 tấn vàng. Tuy nhiên, trong bối cảnh kinh tế vĩ mô có một số dấu hiệu xấu đi, đặc biệt là lạm phát cao và tỷ giá VND/USD thất thường, vàng đã trở thành phương tiện bảo lưu vốn và tài sản được nhiều nhà đầu tư lựa chọn. Chỉ trong 4 tháng đầu năm 2008, lượng vàng nhập khẩu đã lên tới 43 tấn, đưa Việt Nam trở thành nước nhập khẩu vàng khối lớn nhất thế giới trong khoảng thời

⁴Xem phần kiến giải về vai trò và ý nghĩa của vàng trang 242



Hình 1.4: Chỉ số giá tiêu dùng, vàng và USD trong năm 2007-2008

Nguồn: Tổng cục Thống kê. Kỳ gốc: 2005 bằng 100%

gian này, vượt cả Trung Quốc và Ấn Độ.

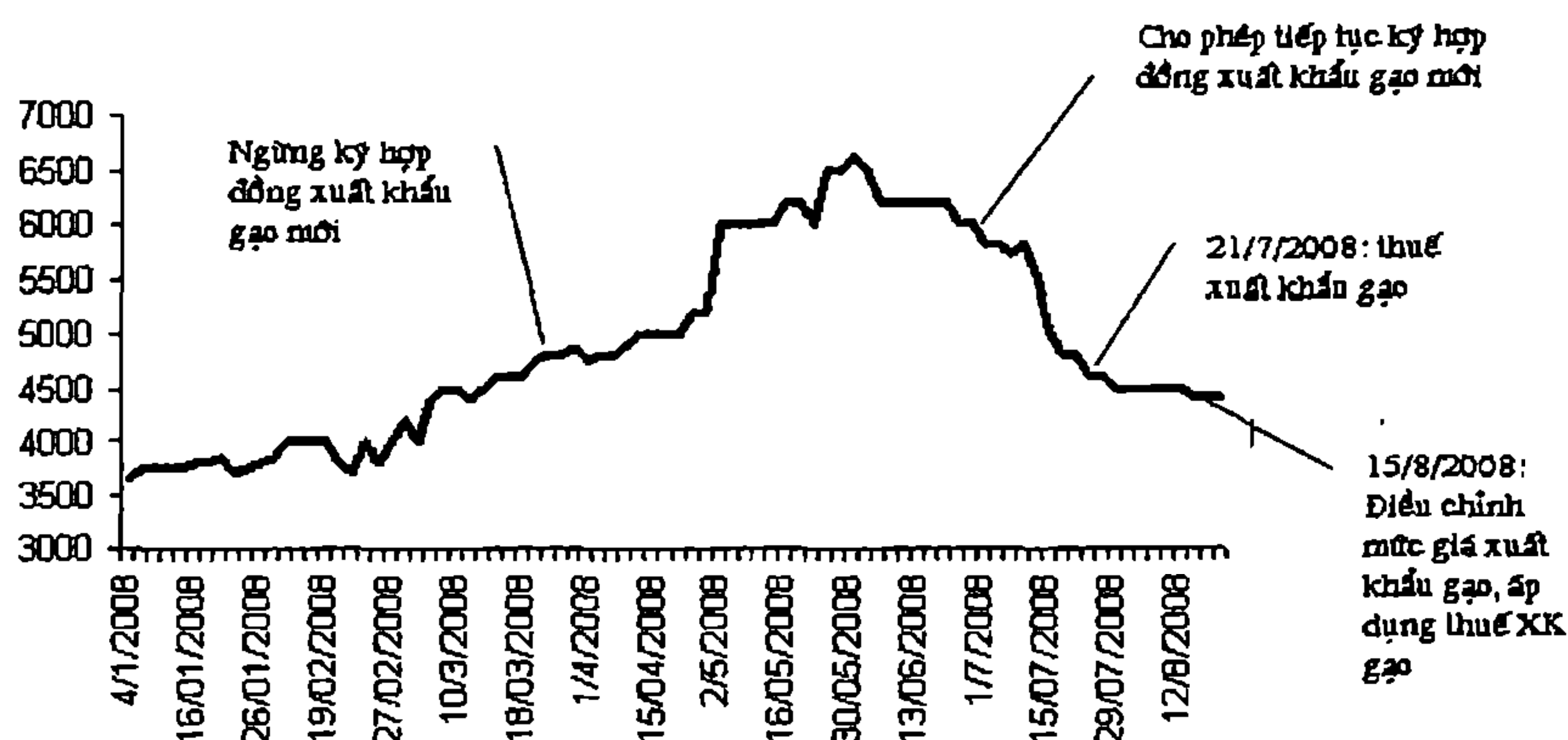
Điều đáng nói là giao dịch vàng được tiến hành dễ dàng với mức biến động giá rất khó kiểm soát. Trong lúc nhiều hàng hóa chịu sự kiểm soát chặt chẽ về giá cả như chứng khoán (qua biên độ dao động giá cổ phiếu), tiền tệ (qua lãi suất, cơ chế lãi suất cơ bản và biên độ dao động), xăng dầu (quy định giá bán)... thì giá vàng trên thị trường gần như được thả nổi. Phương thức vận hành có tính tự do cao của thị trường này ẩn chứa nhiều rủi ro với những người tham gia kinh doanh vàng. Trong khoảng thời ngắn, giá vàng có thể điều chỉnh rất lớn, tới vài triệu đồng mỗi lượng (xem hình 1.4).

Giá lương thực làm nhiều quốc gia lao đao

Nạn đói cơ cũng khiến giá lương thực tăng nhanh trong khoảng thời gian ngắn. So với tháng 1/2008, giá gạo tháng 4/2008 đã tăng hơn gấp đôi, từ 400 USD lên 900 USD/tấn. Cuối tháng 4/2008, giá gạo lên cao nhất 1.100 USD/tấn. Trước biến động giá cả, các nước xuất khẩu gạo chủ chốt (trong đó có Ấn Độ, Trung Quốc, Việt Nam) có thái độ dè dặt và tạm giảm nguồn cung để quan sát. Trong khi đó, các quốc gia nhập khẩu nỗ lực tích lũy lương thực để duy trì ổn định giá cả và đảm bảo an ninh lương thực. Thực tế này dẫn tới hai hiệu ứng đồng thời: (i) giá

lương thực tiếp tục bị đẩy lên rất cao; và, (ii) nỗ lực “bơm” thêm tiền để mua lương thực của các Chính phủ khiến tình hình lạm phát càng thêm trầm trọng.

Cùng với sự gia tăng tự nhiên về nhu cầu lương thực khi dân số thế giới tăng, hiện tượng đầu cơ góp sức đẩy giá lương thực tăng rất mạnh trong những tháng đầu năm 2008. Chính phủ một số quốc gia cũng đã đưa ra các giải pháp tạm thời hạn chế xuất khẩu lương thực. Điều này làm tăng thêm vấn đề khủng hoảng lương thực trên phạm vi toàn cầu. Ngoài ra, thế giới còn chứng kiến việc sản xuất nhiên liệu sinh học mở rộng nhanh chóng tại các quốc gia công nghiệp hóa. Đây là nguyên nhân trực tiếp khiến khoảng 20% sản lượng ngũ cốc ở nhiều nước phát triển không còn phục vụ cho nhu cầu lương thực.



Hình 1.5: Biến động giá gạo 8 tháng đầu năm 2008. Đơn vị: VND/kg

Nguồn: Trung tâm Thông tin

Viện Chiến lược và Chính sách Phát triển nông nghiệp, nông thôn

Thông tin không đầy đủ về xu hướng thị trường gạo thế giới đã dẫn tới đầu cơ lương thực tăng mạnh tại Việt Nam kể từ cuối tháng 4/2008 (hình 1.5). Chính phủ, một mặt truyền thông liên tục và tích cực làm rõ bản chất vận động của thị trường quốc tế; mặt khác, chỉ đạo quyết liệt hướng tới bình ổn giá lương thực và trấn an tâm lý. Nhờ vậy, giá gạo trong nước trở lại ổn định từ giữa tháng 5 và sang tháng 6/2008, xuất

khẩu gạo đã phục hồi. Thậm chí, trong tháng 6 và 7, giá gạo xuất khẩu của Việt Nam còn vượt mức giá bình quân thế giới lần lượt là 125% và 137% (xem bảng 1.1).

Bảng 1.1: Xuất khẩu gạo Việt Nam 7 tháng đầu năm 2008

Tháng	Quy mô (1000 tấn)	Giá trị (triệu USD)	Việt Nam (USD/tấn)	Thế giới (IRRI)	VN/TG %
	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)
1	131	51,0	389	376	103,5
2	328	139,1	424	465	91,2
3	558	255,0	457	594	76,9
4	657	371,2	565	907	62,3
5	560	444,1	793	941	84,3
6	210	211,1	1.005	805	124,8
7	350	339,9	971	706	137,5

Nguồn: Trung tâm Thông tin
Viện Chiến lược và Chính sách Phát triển nông nghiệp, nông thôn
 $(iii) = (ii)/(i); (v)=(iv)/(iii)$

Nghị vấn “chiến tranh tiền tệ”

Lo ngại về khả năng hoạt động đầu cơ chuyển sang lĩnh vực tiền tệ và tài sản tài chính cũng ngày một tăng lên. Cuối năm 2007, cuốn sách “Chiến tranh tiền tệ” (Tổng Hồng Bình, 2008: [12]), đã phát hành hàng triệu bản, dấy lên nhiều lo lắng với giả thuyết tồn tại quyền lực tài chính quốc tế đang điều khiển nền kinh tế toàn cầu, có trong tay nguồn lực khổng lồ và dùng mọi thủ đoạn để trục lợi cho nhóm cá nhân. Dù chưa tập hợp đủ bằng chứng khoa học để xác thực phán đoán này, nhưng giả thiết này giúp giải thích hợp lý nhiều biến cố kinh tế, xã hội trên thế giới. Người Trung Quốc có thái độ cẩn trọng hơn trước những biến động tài chính toàn cầu, bởi với tư cách một nền kinh tế có tốc độ tăng trưởng nhanh, trong thời gian dài, Trung Quốc sẽ là miếng mồi hấp dẫn cá mập tài phiệt đầu cơ quốc tế.

Cùng với việc giá vàng liên tục đảo chiều, tỷ giá giữa đồng Việt Nam và USD Mỹ cũng có giai đoạn chao đảo bắt đầu từ tháng 4/2008. Chính sách kiểm soát chặt chẽ giao dịch ngoại hối được hỗ trợ truyền thông tích cực đã xóa bỏ tâm lý đầu cơ ngoại tệ vào cuối tháng 6/2008. Thị

trường chờ tín hiệu giảm USD hóa và nhanh chóng co hẹp khoảng cách của hệ thống tỷ giá kép vẫn tồn tại lâu đời ở Việt Nam. Từ tháng 4 đến tháng 6/2008, tỷ giá trên thị trường tự do luôn cao hơn khá nhiều so với tỷ giá niêm yết tại các ngân hàng thương mại. Kể từ đầu tháng 7, đã xuất hiện xu hướng hội tụ hai tỷ giá này (xem hình 1.6).

Độ chênh đáng kể giữa tỷ giá chính thức trong khu vực ngân hàng thương mại và tỷ giá tự do trên thị trường xuất hiện không chỉ một lần. Ngày 18/4/2009, tại các điểm thu đổi ngoại tệ trên phố Hà Trung (Hà Nội),⁵ 1 USD được bán với giá 18.160 VND. Trong khi đó, tỷ giá liên ngân hàng được công bố là 16.941 VND đối 1 USD. Như vậy, tại cùng thời điểm, giá bán USD cao nhất mà một ngân hàng thương mại có thể áp dụng là 17.788 VND. Khoảng chênh lệch giữa hai tỷ giá chính thức và tự do là 372 VND cho mỗi USD.

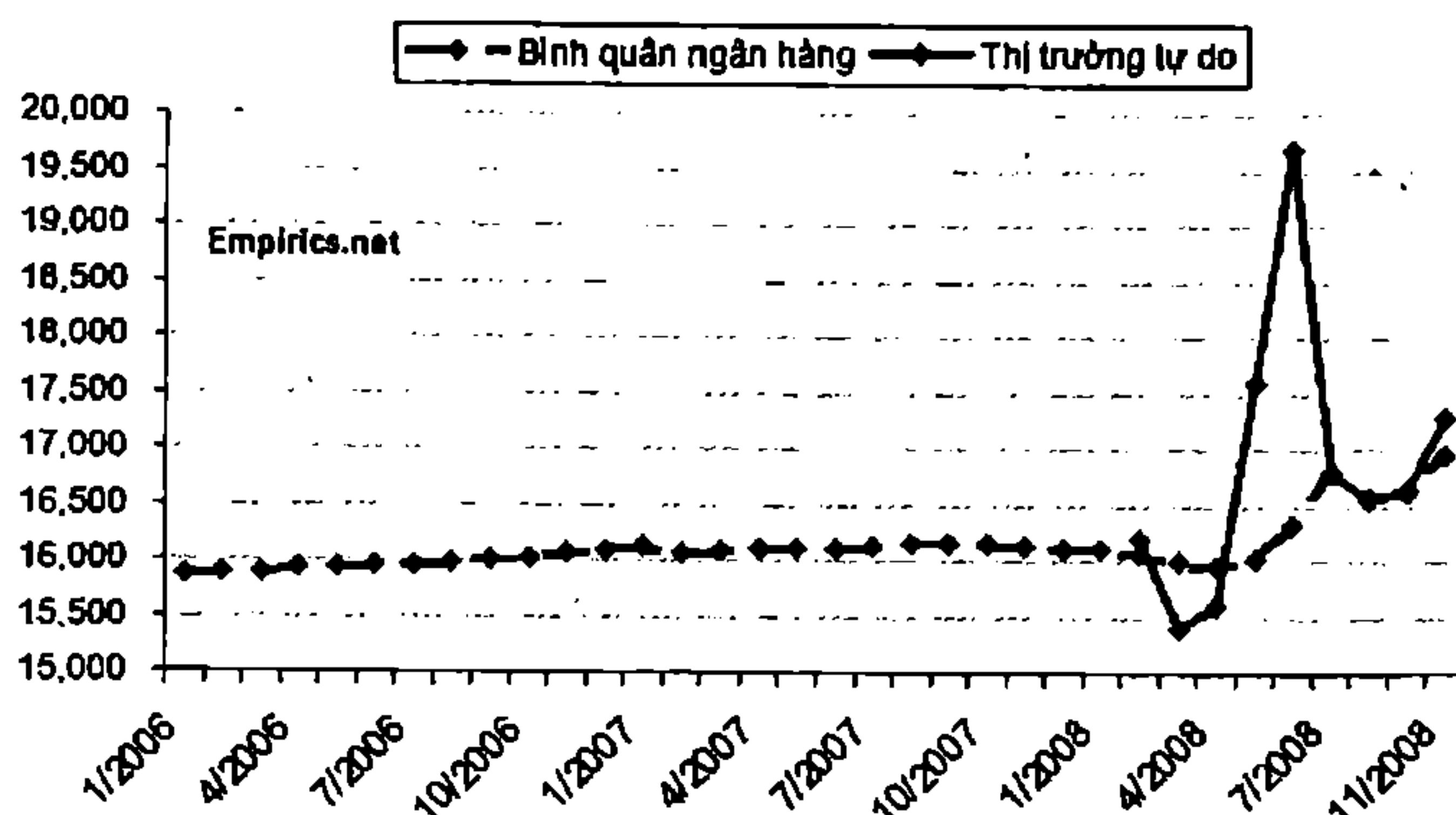
Việc chủ động điều chỉnh biên độ giao dịch tỷ giá khống chế USD (kiểm soát hỗn hợp) có tác dụng kép. *Thứ nhất*, tiền đồng Việt Nam được hiệu chỉnh xuống mức có lợi cho xuất khẩu và đầu tư, hạn chế một phần nhập siêu, giảm căng thẳng can thiệp cho dự trữ quốc gia và sự mất cân bằng áp lực tiền do lạm phát lũy tích. *Thứ hai*, đây là một tác động quan trọng, thu hẹp khoảng cách của hệ thống tỷ giá kép do tồn tại song song hệ thống chính thức và tự do, trong bối cảnh lượng tiền gửi ngân hàng trong nền kinh tế theo thống kê đã đạt ngưỡng USD hóa, ở mức xấp xỉ 30%. Biên độ dao động trên thị trường ngoại hối liên ngân hàng được nới ra $\pm 3\%$ kể từ ngày 7/11/2008.

1.1.3 Thị trường chứng khoán quốc tế biến động khó lường

Cộng đồng đầu tư chứng khoán toàn cầu đã và đang hết sức cẩn trọng. Kể từ đầu năm 2008, các kết cục bất ngờ của khủng hoảng địa ốc và tín dụng thế chấp tại Hoa Kỳ nhiều lần đẩy thị trường chứng khoán vào cảnh tối tệ, rồi phục hồi, và lại sụp đổ...

Khủng hoảng trên của các thị trường tài chính, tín dụng, ngân hàng có liên quan mật thiết tới chính trường Hoa Kỳ đang bước vào giai đoạn

⁵Con phố tập trung các điểm thu đổi ngoại tệ có quy mô lớn nhất tại Hà Nội, được xem như một thị trường giao dịch ngoại tệ tự do.



Hình 1.6: Biến động tỷ giá từ năm 2007 đến tháng 11/2008

Nguồn: Dan Houtte, Vuong & Partners

tranh cử quyết liệt giữa hai đảng Dân chủ và Cộng hòa. Kết cục của bầu cử Mỹ sẽ làm rõ cán cân giữa hai lực lượng chính trị thay phiên nhau nắm quyền điều hành Hoa Kỳ. Đảng Dân chủ được các thế lực tài chính và đầu cơ phố Wall hậu thuẫn. Đảng Cộng hòa được hậu thuẫn bởi tài phiệt dầu mỏ, vũ khí và học thuyết *chống khủng bố - quyền đánh phủ đầu*.

Vài tuần trước bầu cử, các thị trường chứng khoán Hoa Kỳ luôn trong tình trạng mất phương hướng. Điều này tác động mạnh đến tâm lý người dân. Và trong các cuộc thăm dò cử tri trước bầu cử, số người ủng hộ ứng cử viên của Đảng Cộng hòa McCain giảm nhanh chóng. Tuy vậy, sau thắng lợi của ứng cử viên của Đảng Dân chủ Barack Obama, hệ thống tài chính Hoa Kỳ vẫn chưa thể đi vào ổn định. Thay đổi, có chăng, là sự dịch chuyển tâm điểm chú ý từ biến động trời sập của thị trường chứng khoán sang tình trạng suy thoái của nền kinh tế số một hành tinh cùng nguy cơ lan rộng toàn cầu.

Vị thế kênh huy động vốn quan trọng trong nền kinh tế của thị trường chứng khoán Việt Nam được khẳng định với quy mô thị trường đạt 40% GDP ở đỉnh điểm vào cuối năm 2007. Tuy vậy, tính thanh khoản trời sập, cộng với tác động mạnh của hiệu ứng “bầy đàn” ở quy mô rộng

khấp, khiến thị trường chứng khoán Việt Nam mất đi gần 50% giá trị vốn hóa (một số nhóm cổ phiếu lên tới 70-80%) kể từ tháng 3/2007. Biến động này tạo ra tổn thất tài chính và suy giảm niềm tin trên thị trường. Chỉ số chứng khoán tại thành phố Hồ Chí Minh trong tháng 12/2008 đã có lúc ở dưới mức 300 điểm. Ngày 10/12/2008, VN-Index có giá trị 286,9 điểm. Cùng ngày, HaSTC-Index, chỉ số giá của thị trường chứng khoán Hà Nội, ở sát vạch xuất phát với giá trị 100,3 điểm.

Chấn động tài chính lan tỏa nhanh chóng trên phạm vi toàn cầu. Ba ngày sau khi Lehman Brothers đệ đơn phá sản, tới ngày 18/9/2008, thị trường chứng khoán Nga buộc phải tạm đóng cửa do mức giảm giá quá nhiều. Kết cục của khủng hoảng tài chính toàn cầu vẫn chưa thể xác định đâu là hồi kết.

1.1.4 Lạm phát bùng nổ ở khắp nơi

Từ đầu năm 2008, lạm phát ở hầu hết các nước trên thế giới đều tăng. Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) đưa ra tỷ lệ lạm phát năm 2008 ở các nước phát triển vào khoảng 6%, và tại các quốc gia đang phát triển là 9,4%. Tâm lý người dân chịu tác động tiêu cực từ những diễn biến của cuộc khủng hoảng tài chính và hoạt động đầu cơ quốc tế tăng mạnh, đẩy giá nhiều mặt hàng thiếu yếu và chiến lược lên cao.

Trường hợp Zimbabwe là điển hình lạm phát cao. Lạm phát đã tăng vọt lên 24.470% vào tháng 11/2007. Giá thực phẩm và các loại đồ uống không cồn tăng 79.412%, trong khi hàng hoá phi thực phẩm tăng 58.492% trong tháng 12/2007. Báo chí địa phương phản ánh, mỗi sáng thức dậy, người dân Zimbabwe luôn bị sốc vì giá các mặt hàng thiết yếu đều đã tăng trên 1.000%. Ngày 13/2/2008, giá 1 ổ bánh mì tăng từ 2,5 triệu đôla Zimbabwe lên 6 triệu đôla Zimbabwe; giá 1 gói đường 2 kg tăng từ 700.000 đôla Zimbabwe vọt lên 9 triệu đôla Zimbabwe; túi bột ngô 10 kg tăng lên 14 triệu đôla Zimbabwe so với 3,5 triệu đôla Zimbabwe trước đó... Theo thống kê của chính Zimbabwe, lạm phát đã tăng lên 219,8 triệu phần trăm vào tháng 10/2008.

Giải pháp ứng phó với lạm phát được nhiều tổ chức quốc tế khuyến cáo các chính phủ thực thi triệt để là cắt giảm chi tiêu công, cải thiện hiệu suất đầu tư, thắt chặt tiền tệ và tín dụng bằng nâng cao lãi suất...

Đây là những liệu pháp phù hợp với lý thuyết kinh tế nhưng việc áp dụng luôn tạo ra các hiệu ứng phụ tiêu cực, nên cân nhắc thấu đáo về thời điểm vận dụng và liều lượng đúng mực.

Vận hành nền kinh tế không chỉ có các biến số kinh tế vĩ mô như đầu tư, tiết kiệm, xuất nhập khẩu... mà còn phải hòa hợp được tác động của các yếu tố hành vi cá nhân như tinh thần đoàn kết dân tộc, truyền thống đùm bọc và chia sẻ khó khăn, các quyết định lựa chọn đáp ứng nhu cầu bản thân theo học thuyết Maslow, lợi ích đầu tư - thương mại v.v..

Mục tiêu cuối cùng của mọi nhà nước là ổn định đời sống kinh tế - xã hội - chính trị. Lạm phát là một cản trở lớn trên con đường đi tới mục tiêu này. Và vì thế, việc chấp nhận bất ổn và đời sống dân cư khó khăn để đánh đổi lấy lạm phát thấp trên thực tế đã đẩy các quyết sách điều hành kinh tế vĩ mô đi xa khỏi mục tiêu (Graeme Donald Snooks, 2008:[100]). Điều này là mâu thuẫn điển hình của kinh tế học hiện đại.

Lạm phát tại Việt Nam tăng mạnh trong 9 tháng đầu năm 2008. Tới tháng 8/2008, CPI so với kỳ gốc 2005 là 148,21%. Chỉ số giá 8 tháng đầu năm so với cùng kỳ 2007 tăng 22,14%. Nhiều chuyên gia kinh tế Việt Nam đồng tình xác nhận nguyên nhân đẩy lạm phát lên cao nằm ở giá trị nhập siêu lớn và hiệu quả đầu tư thấp. Những nhận định này mới chỉ dừng lại ở biểu hiện bên ngoài của nền kinh tế, theo chúng tôi, phân tích sâu sắc cấu trúc và vận hành nền kinh tế trên cả cấp độ vĩ mô và vi mô mới có thể làm rõ gốc rễ và bản chất của vấn đề.

Xu hướng nhập khẩu và nhập siêu

Năm 2007, giá trị nhập siêu của Việt Nam trên 12 tỷ USD, gấp hơn hai lần năm 2006. Mức nhập siêu hàng hóa trong 10 tháng đầu năm 2008 vượt 16 tỷ USD (xem hình 11.3). Nhập siêu lớn là điểm khác biệt đặc trưng của giai đoạn 2007-2008 so với các thời kỳ kinh tế có nhiều biến động trong quá khứ: 1991-1992 và 1997-1998. Trong hai giai đoạn 1991-1992 và 1997-1998, giá trị xuất khẩu hàng hóa của Việt Nam tương đương giá trị nhập khẩu. Tới năm 2008, giá trị nhập siêu tăng đột biến.⁶

Nhập khẩu nhiều trong thời kỳ đầu của quá trình công nghiệp hóa, hiện đại hóa là yêu cầu khách quan khi năng lực chế tạo “máy cái” trong nước chưa đủ đáp ứng qui mô tăng trưởng của nền kinh tế. Chiếm tỷ trọng lớn hàng nhập khẩu là nguyên vật liệu đầu vào của sản xuất. Máy

⁶đd, 2008:[85]

móc, thiết bị, dụng cụ và phụ tùng chiếm 16%; xăng dầu: 15%; sắt thép: 9%. Giá thế giới của các nhóm hàng này đều tăng mạnh trong thời gian đầu năm 2008. Giá trị nhập siêu tăng nhanh còn chịu tác động của yếu tố tăng giá từ bên ngoài.

Hàng tiêu dùng nhập khẩu có tỷ trọng khiêm tốn nhưng có biểu hiện của chi tiêu vượt quá mức cần thiết. Trong lúc giá xăng dầu tăng cao, Chính phủ kêu gọi tiết kiệm, nhưng giá trị nhập khẩu ô tô nguyên chiếc của 8 tháng đầu năm 2008 vẫn tăng hơn 300% so với cùng kỳ 2007.

Hiệu quả đầu tư và chi tiêu công

Thừa nhận hiệu quả đầu tư xã hội là một vấn đề đặt ra cần giải quyết, Chính phủ đã chỉ đạo cắt giảm nhiều dự án đầu tư và chi tiêu công từ đầu năm 2008. Cùng với chính sách tiền tệ, đây là hai biện pháp quan trọng nhất trong nhóm tám giải pháp kiểm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, bảo đảm an sinh xã hội và tăng trưởng bền vững. Mức độ đóng góp của các biện pháp này trong việc giải quyết vấn đề lạm phát là không cao so với chính sách tiền tệ nhưng đây sẽ là phương án tối ưu điều khiển nền kinh tế thời gian tới nếu biết cách vận dụng và kiểm soát chặt chẽ.

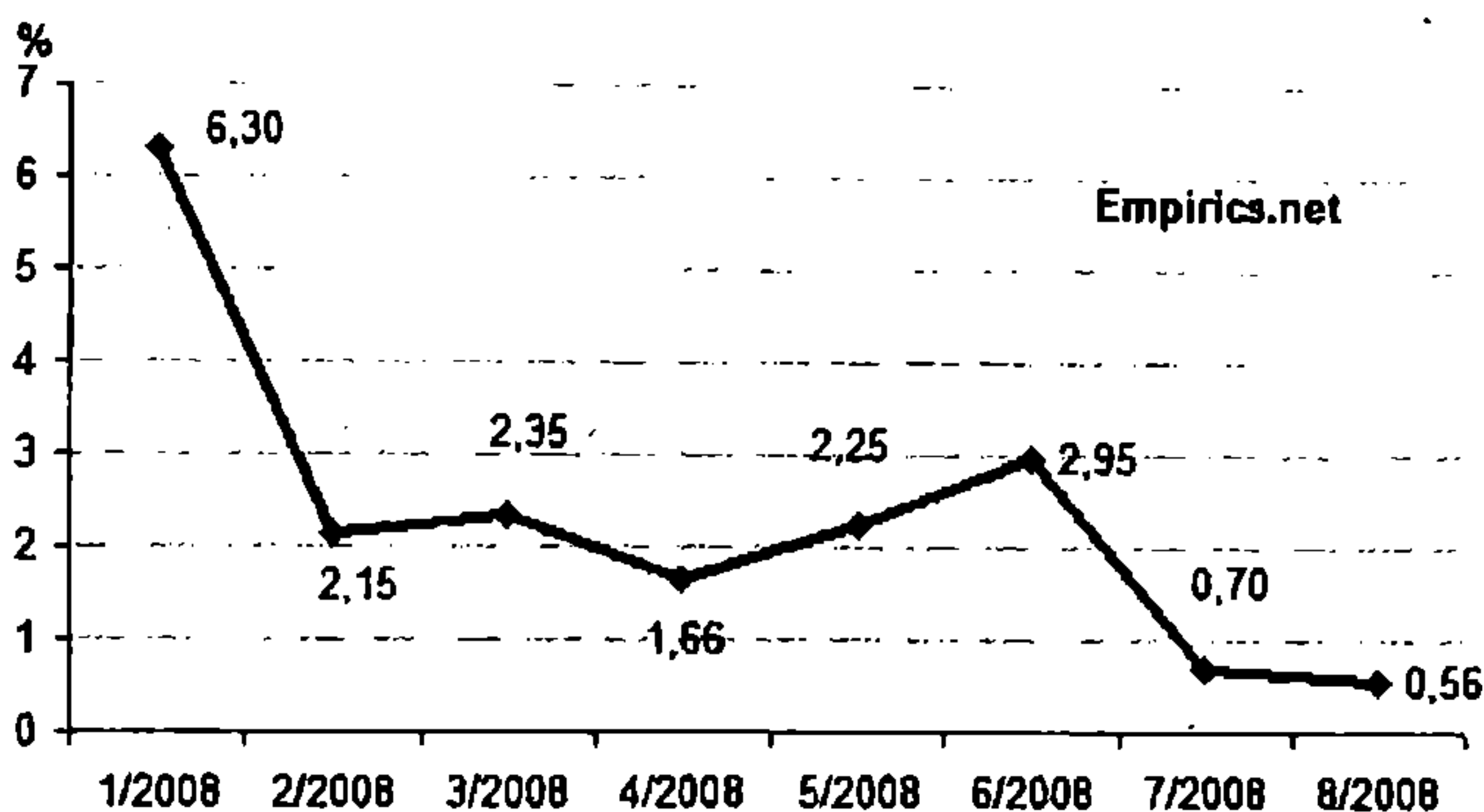
Việt Nam đang trong giai đoạn đầu của công nghiệp hóa, do đó, đầu tư ở qui mô lớn và lợi ích kinh tế chỉ có sau nhiều năm triển khai. Bên cạnh cải thiện hiệu quả đầu tư trước mắt, cũng cần tính tới những mục tiêu dài hạn và chiến lược. Vì thế, đầu tư tiếp tục là hành trình quan trọng của Việt Nam. Vấn đề không phải có đầu tư nữa không mà là vào đâu, theo cách nào và hiệu quả tới đâu.

Chính sách tiền tệ thắt chặt

Từ giữa tháng 5 đến đầu tháng 7/2008, các ngân hàng thương mại gặp vấn đề về khả năng thanh khoản, dẫn tới đua nhau tăng mạnh lãi suất huy động vốn nội tệ và ngoại tệ. Lãi suất huy động VND có thời điểm vượt 20%/năm. Ngân hàng Nhà nước đã tăng cường các biện pháp quản lý nhà nước về hoạt động tiền tệ, và siết chặt tín dụng. Nhờ đó, thị trường tiền tệ dần hạ nhiệt.

Mặt bằng lãi suất bắt đầu giảm vào cuối tháng 7/2008. Mối lo tăng trưởng tín dụng quá nóng và liên tục duy trì ở mức cao từ đầu năm đã giảm dần. Tháng 7 và 8/2008, mức tăng này đã hạ xuống mức thấp dưới một con số, lần lượt là 0,70% và 0,56% (hình 1.7). Tới cuối năm 2008,

tăng trưởng tín dụng cho cả năm ước tính từ 21%-22%.



Hình 1.7: Tăng trưởng tín dụng 8 tháng đầu năm 2008

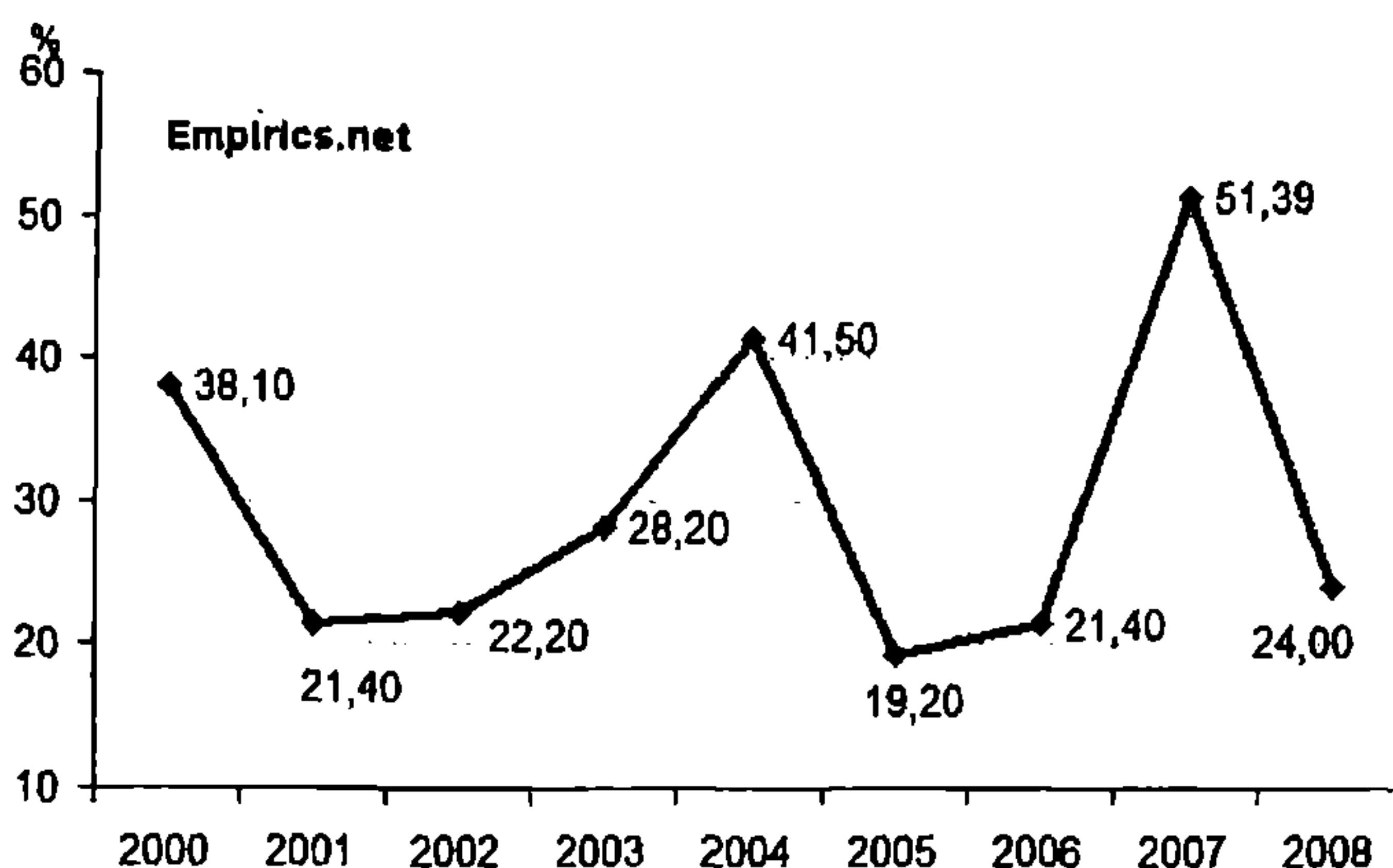
Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Từ năm 2000 đến 2008, tăng trưởng tín dụng của Việt Nam liên tục ở mức cao, bình quân gần 30%/năm, thậm chí ở mức 53% vào cuối năm 2007. Đây là qui luật của nền kinh tế đang tăng trưởng và xây dựng nền móng công nghiệp. Phân tích về chính sách chống lạm phát của Chính phủ Australia, giáo sư Graeme Donald Snooks,⁷ Đại học Quốc gia Australia, cho rằng, nỗ lực xóa bỏ hoàn toàn lạm phát trong dài hạn cũng đồng nghĩa với từ bỏ tăng trưởng kinh tế. Ngay cả nỗ lực nâng cao lãi suất và củng cố thắt dư ngân sách nếu chỉ hướng tới duy nhất mục tiêu xóa bỏ lạm phát cũng sẽ tạo ra những tổn thất không cần thiết như khó khăn kinh tế và bất ổn xã hội.

Năm 2007 ghi nhận mức tăng trưởng tín dụng 53%, gấp hơn 2 lần mức gia tăng vay nợ các năm 2005-2006 (xem hình 1.8). Tăng trưởng tín dụng cao dẫn tới biến động giá trị tiền tệ, hình thành ảnh hưởng kép tới tốc độ gia tăng cung tiền và nhập siêu.

Hiệu quả của việc điều hành trực tiếp của Chính phủ phụ thuộc rất nhiều vào hai yếu tố: (i) Cơ cấu nền kinh tế và (ii) Năng lực thực thi của các bộ phận điều hành. Cả hai đều đang trong giai đoạn chuyển đổi,

⁷đd, 2008:[100]



Hình 1.8: Tăng trưởng tín dụng giai đoạn 2000 - 2008

Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. 2008: số ước tính

và vấp phải những hạn chế lớn về khả năng dự báo, phương pháp điều hành trong bối cảnh và cơ cấu kinh tế mới, kinh nghiệm đội ngũ thực thi - triển khai còn nhiều hạn chế, và tốc độ hiệu quả tổng thể của các triển khai đơn lẻ. Gộp chung, dẫn tới những cái xã hội có thể quan sát trực tiếp và nền kinh tế nhận tác động trực tiếp: phản ứng chính sách. Đó là biểu hiện rõ nét nhất của những triển khai thay đổi, chỉ thị và nỗ lực để kéo nền kinh tế về các điểm cân bằng ổn định dài hạn.

Từ tháng 4/2008, Ngân hàng Nhà nước sử dụng cùng lúc công cụ lãi suất, nghiệp vụ thị trường mở và cả can thiệp hành chính để thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt. Các điều chỉnh liên tục mang lại một số kết quả khả quan.⁸ Sau một giai đoạn “co rút” tín dụng, từ cuối tháng 7/2008, mặt bằng lãi suất dần ổn định cùng xu thế giảm kéo dài tới hết năm 2008. Cho đến cuối tháng 11/2008, lãi suất cho vay của nhiều ngân hàng thương mại đã hạ xuống mức 12%/năm.

⁸Xem bảng 9.3 trang 230.

1.1.5 Dấu hiệu đình đốn

Từ góc nhìn toàn cầu, chúng ta thấy khó khăn kinh tế hiện diện suốt năm 2008. Lạm phát tăng cao đột biến ở đầu và giữa năm. Đến cuối năm, kinh tế thế giới lâm vào tình trạng suy giảm. Các nền kinh tế đầu tàu như Hoa Kỳ, EU, Nhật Bản đều gặp phải vấn đề đình trệ kinh tế. Thực tế này tất yếu dẫn tới xu thế suy thoái tăng trưởng phổ biến khắp các nền kinh tế toàn cầu.

Do tác động từ cuộc khủng hoảng tín dụng và việc giảm chi tiêu, nền kinh tế Hoa Kỳ vẫn tiếp tục phải đối mặt với nhiều khó khăn, thách thức, trong đó vấn đề nan giải nhất là tình trạng suy thoái của thị trường bất động sản. Về dài hạn, tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế Hoa Kỳ vẫn chưa thấy dấu hiệu khả quan. Tỷ lệ thất nghiệp tại Hoa Kỳ cũng tăng mạnh: từ mức 5,1% trong tháng 3/2008, tăng lên mức 6,1% trong tháng 8/2008, mức cao nhất trong 5 năm qua, và còn có khả năng trầm trọng thêm với 533.000 người thất nghiệp chỉ tính riêng trong tháng 11/2008. Đây là mức thất nghiệp cao nhất của Hoa Kỳ kể từ sau năm 1974. Trung Quốc, quốc gia có số dân đông nhất thế giới, cũng ghi nhận có thêm 10,2 triệu người mất việc làm riêng trong tháng 10/2008.

Ngày 1/12/2008, các nhà kinh tế thuộc Cục Nghiên cứu Kinh tế Quốc gia (National Bureau of Economic Research - NBER) thông báo nền kinh tế Hoa Kỳ đã chính thức bước vào giai đoạn suy thoái kể từ tháng 12/2008. NBER cho biết, sự tuột dốc của thị trường lao động trong suốt năm 2008 là một trong những lý do chủ chốt để đưa ra kết luận này. Trước đó 2 tuần, ngày 14/11/2008, cơ quan thống kê của EU cho biết, liên tiếp trong quý II và III/2008, GDP của 15 nước sử dụng đồng tiền chung châu Âu tụt xuống mức âm. Thông tin này đánh dấu giai đoạn suy thoái đầu tiên trong lịch sử của khối kinh tế chung này. Nhiều nước ở châu Á, trong đó có cả Nhật Bản và Singapore, cũng thừa nhận nền kinh tế của mình đang trong tình trạng trì trệ, sụt giảm tăng trưởng.

Suy giảm tốc độ tăng trưởng kinh tế tại Hoa Kỳ đã lan sang các nước châu Âu, Nhật Bản và châu Á, tuy nhiên, các nền kinh tế mới nổi vẫn giữ tốc độ tăng trưởng dù có chậm lại, xem bảng 1.2.

IMF ước tính kinh tế toàn cầu tăng trưởng ở mức khoảng 3,7% trong năm 2008, thấp hơn mức 4,8% của năm 2007 và vẫn còn phải đối mặt

Bảng 1.2: Suy giảm tăng trưởng toàn cầu
Tăng trưởng GDP 2008

	Dự báo	Thực tế
Hoa Kỳ	1%	
Italia		< 0*
Canada		< 0*
Eurozone	1,30%	-0,2%*
Anh	1,80%	1,2%*
Trung Quốc	9,30%	9%
Nga	6,80%	
Ấn Độ	7,90%	
Thái Lan	< 6%	
Malaysia	< 6%	
Indonesia	< 6%	
Nhật Bản	1,40%	2,4%*
Toàn cầu	4%	

Nguồn: Tổng hợp của Empirics.net; (*) Quý II/2008

với nhiều khó khăn và thách thức trong năm 2009. Các chuyên gia kinh tế của khu vực Eurozone dự báo, tăng trưởng kinh tế toàn cầu trong năm 2009 dừng lại ở mức 0,5%.

Chi phí nguyên vật liệu đầu vào tăng cao; tỷ giá biến động mạnh; lãi suất vay vốn cao, tiếp cận vốn tín dụng ngân hàng gặp khó khăn; kênh huy động vốn qua thị trường chứng khoán tắc nghẽn; nhu cầu tiêu dùng và thị trường thu hẹp... phần đông doanh nghiệp Việt Nam đối đầu với giai đoạn kinh doanh khó khăn. Đây là thời kỳ phân hóa mạnh giữa các doanh nghiệp dựa trên tiêu chí cơ bản nhất: năng lực cạnh tranh.

Tình cảnh sản xuất đình trệ, khó khăn trong thanh toán và tín dụng cho thấy những điểm yếu cần sớm khắc phục: (i) năng lực quản lý hạn chế; (ii) không có chiến lược và tầm nhìn kinh doanh; (iii) đầu tư kém hiệu quả và thiếu cần trọng; (iv) hàm lượng giá trị gia tăng nhỏ bé. Nguyên nhân quan trọng, góp phần trầm trọng thêm các điểm yếu này là sự hào hứng quá mức với thị trường chứng khoán, kéo dài từ giữa năm 2006 đến hết năm 2007. Nguồn vốn được huy động dễ dàng tạo tâm lý chủ quan và hưởng thụ trong một bộ phận không nhỏ các doanh nghiệp.

Dấu hiệu suy giảm kinh tế tại Việt Nam dần hiện rõ qua các chỉ số thống kê kinh tế vĩ mô. Chỉ số giá tiêu dùng liên tục giảm trong 4 tháng cuối năm 2008, trong đó có 3 tháng ở mức âm. Sụt giảm giá trị và trầm lắng giao dịch phổ biến trên nhiều thị trường như chứng khoán, ô tô hay bất động sản. Giá trị xuất nhập khẩu trong những tháng cuối năm giảm mạnh.

1.2 Tin từ tâm bão

Với tư cách nền kinh tế lớn số 1 thế giới, lại là nơi phát sinh khủng hoảng nợ dưới chuẩn bất động sản - có tác động xóa sổ lần lượt nhiều định chế tài chính lừng danh trong hệ thống toàn cầu, những biến cố trên thị trường tài chính Hoa Kỳ được đặc biệt quan tâm và theo dõi sát sao.

Từ đầu năm 2008, hệ thống tài chính Hoa Kỳ đã ghi nhận sự sụp đổ của những định chế tài chính lớn, khởi đầu là Countrywide Financial ngày 11/01/2008. Hai tháng sau, Bear Stearns - ngân hàng đầu tư lừng danh với 85 năm lịch sử, chấp nhận người chủ sở hữu mới là JPMorgan với mức giá 2 USD/cổ phiếu trong khi vào ngày giao dịch trước đó, cổ phiếu này có giá 30 USD trong một nỗ lực dàn xếp của FED để tránh đổ vỡ *domino*. Chính phủ Hoa Kỳ cũng trợ giúp cho thương vụ này 30 tỷ USD. Những nỗ lực này chỉ đủ để giữ mọi chuyện trong vòng kiểm soát tới tháng 7/2008.

Trong hai tuần cuối tháng 7/2008, liên tiếp ba định chế tài chính Hoa Kỳ dừng hoạt động. Nhưng cơn địa chấn mạnh nhất còn cần thêm 2 tháng nữa mới xảy ra.

Ngày 16/9/2008, ngân hàng 158 tuổi Lehman Brothers đệ đơn xin phá sản. Cùng ngày, Merrill Lynch, thương hiệu cổ vắn tài chính - đầu tư hàng đầu thế giới, thông báo đã hoàn tất đàm phán với Bank of American, và được BoA chấp nhận mua với giá 50 tỷ USD. Những cú giáng choáng váng lên thị trường tài chính Mỹ làm châu Âu và châu Á cũng xây sấm (bảng 1.3).

Chỉ trong 9 tháng đầu năm 2008, hệ thống tài chính toàn cầu ghi nhận những biến cố nghiêm trọng ập xuống 26 tổ chức tài chính hàng đầu, có phạm vi hoạt động phủ khắp hành tinh xanh. Thương tích nghiêm

Bảng 1.3: Định chế tài chính thế giới sụp đổ và khủng hoảng năm 2008

Định chế tài chính	Ngày	Quốc gia
Countrywide Financial	11/1/2008	Hoa Kỳ
Bear Stearns	16/3/2008	Hoa Kỳ
New Century Financial Corp	4/4/2008	Hoa Kỳ
IndyMac	11/7/2008	Hoa Kỳ
First National Bank of Nevada	25/7/2008	Hoa Kỳ
First Heritage Bank of California	25/7/2008	Hoa Kỳ
Fannie Mea	7/9/2008	Hoa Kỳ
Freddie Mac	7/9/2008	Hoa Kỳ
Lehman Brothers	16/9/2008	Hoa Kỳ
Merrill Lynch	16/9/2008	Hoa Kỳ
AIG	17/9/2008	Hoa Kỳ
Halifax Bank of Scotland - HBOS	18/9/2008	Anh
Ameri Bank	19/9/2008	Hoa Kỳ
Washington Mutual	26/9/2008	Hoa Kỳ
Hypo Real Estate (HRE)	29/9/2008	Đức
Bradford & Bingley (B&B)	29/9/2008	Anh
Fortis	29/9/2008	Benelux
Wachovia	30/9/2008	Hoa Kỳ
Ngân hàng liên doanh Dexia	30/9/2008	Pháp-Bỉ
6 ngân hàng lớn nhất	30/9/2008	Nhật Bản
WestLB	2/10/2008	Đức

Nguồn: Dan Houtte, Vuong & Partners tổng hợp, ngày 4/10/2008

trọng nhất, không ai khác chính là thị trường Hoa Kỳ. 14 người khổng lồ tài chính Hoa Kỳ lần lượt bước xuống vũ đài với kết cục buồn thảm nhất: tuyên bố phá sản hoặc chấp nhận bị mua lại với giá rẻ. Tháng 9/2008 sẽ đi vào lịch sử tài chính thế giới với tư cách tháng tồi tệ nhất. 19 ngân hàng quốc tế hoặc đã gục ngã hoặc đang bên bờ vực thảm tín dụng.

Để vãn hồi tình thế và trấn an nhà đầu tư, tính đến cuối tháng 9/2008, chính phủ Hoa Kỳ đã chi ra hơn 600 tỷ USD (bảng 1.4). Mặc dù vậy, thị trường tài chính quốc tế vẫn không tránh khỏi sụt giảm đồng loạt và nghiêm trọng.

Bảng 1.4: Can thiệp tài chính của Chính phủ Hoa Kỳ	
Mục tiêu trợ giúp	Số tiền (tỷ USD)
Hỗ trợ JPMorgan mua lại Bear Stearns	30
Fannie Mae	100
Freddie Mac	100
AIG	85
Các khoản vay khẩn cấp hỗ trợ người mua nhà	300
Tổng cộng	615

Nguồn: Empirics.net tổng hợp

Giới tài chính - đầu tư quốc tế vẫn chưa dám tin rằng hai thể chế tín dụng bất động sản được Chính phủ Hoa Kỳ hỗ trợ, Fannie Mae và Freddie Mac, với khoản tiền 200 tỷ USD, và khoản vay 85 tỷ USD để đổi lấy 79,9% sở hữu hãng bảo hiểm AIG sẽ vượt ra ngoài vùng nguy hiểm. Những tin tức tài chính bắt đầu đề cập tới tình thế không khả quan của CitiGroup, Goldman Sachs và cả Morgan Stanley. Đáng chú ý là cả Lehman Brothers và AIG đều là những định chế tài chính có sự tham gia sáng lập của cộng đồng tài chính gốc Do Thái.

Ngày 20/9/2008, Bộ Tài chính Hoa Kỳ và FED đưa ra một bản kế hoạch trị giá 700 tỷ USD với việc hình thành một định chế tài chính, mua lại các khoản nợ xấu trong hệ thống tài chính nhằm giải quyết cuộc khủng hoảng tín dụng bất động sản. Ngay khi chi tiết kế hoạch được công bố, các thị trường tài chính và đầu cơ đồng loạt gửi tín hiệu phản ứng tích cực. Động thái này càng củng cố ý nghĩa quan trọng của ẩn số

kinh tế chính trị Hoa Kỳ, đang dần hiện rõ sau cuộc đua vào Nhà Trắng năm 2008.

Tới đây, vẫn còn nhiều câu hỏi chưa thể có câu trả lời thấu đáo. Đây là giải pháp hoàn hảo để vãn hồi tình trạng ngày một xấu đi của nền kinh tế Hoa Kỳ, đưa hệ thống tài chính toàn cầu trở lại những ngày tươi đẹp? Một thể chế tài chính do Chính phủ Hoa Kỳ lập nên để mua lại các khoản nợ tín dụng bất động sản với giá rẻ, như được mô tả trong bản đề xuất 3 trang A4 do hai ông Bernanke (Chủ tịch FED) và Henry Paulson (Bộ trưởng Tài chính Hoa Kỳ) chuẩn bị, sẽ khác gì với Fannie Mae và Freddie Mac? Mức độ sở hữu của Chính phủ Hoa Kỳ sẽ tới đâu? Ai sẽ thu lợi từ việc mua rẻ và kỳ vọng bán được cao giá trong tương lai? Vì sao tới lúc này phương thuốc kỳ diệu mới được đưa ra - các bộ óc sáng suốt của giới tài chính đến giờ mới phát huy hay cần có thời gian để dàn xếp cán cân đảng sau hậu trường chính trị?

Dường như có một sự thỏa hiệp ngầm giữa hai đảng lớn nhất Hoa Kỳ vào giữa tháng 9/2008. Ứng viên Tổng thống Barack Obama của Đảng Dân chủ và đương kim Tổng thống Bush của Đảng Cộng hòa đều dành những lời tốt đẹp cho bản kế hoạch trên trong chặng nước rút đầy kịch tính của cuộc đua vào Nhà Trắng. Chiến thắng cuối cùng đã thuộc về ứng cử viên của Đảng Dân chủ, người nhận được ủng hộ mạnh mẽ từ phố Wall vào tháng 11/2008.

Bản đề xuất “Đại kế hoạch giải cứu thị trường tài chính Hoa Kỳ” huy động nguồn lực 700 tỷ USD được FED và Bộ Tài chính Hoa Kỳ xây dựng, cuối cùng đã được Thượng viện và Hạ viện Hoa Kỳ thông qua trong đêm ngày 3, rạng sáng ngày 4/10/2008. Những ngày hồi hộp và âu lo của các nhà đầu tư toàn cầu kết thúc với nhiều hy vọng ở liều thuốc “thần kỳ”, vốn chút nữa không được đưa vào sử dụng khi chỉ trước đó 4 ngày, Hạ viện đã bỏ phiếu bác bỏ 3 trang A4 kế hoạch được các ông Bernanke và Paulson chuyển tới.

Trong buổi sáng (giờ New York) chờ đợi quyết định cuối cùng từ Quốc hội, chỉ số chứng khoán Dow Jones lên xuống không ngừng với khoảng cách từ vài chục tới vài trăm điểm. Giới tài chính quốc tế đều hướng về các bảng điện tử của phố Wall. Không giống như nhiều dự đoán, sau khi bà Chủ tịch Hạ viện Nancy Pelosi công bố kế hoạch đã được thông qua với 263 phiếu thuận và 171 phiếu chống, chỉ số Dow

Jones từ mức tăng gần 300 điểm, trong vòng 30 phút đã giảm xuống chỉ còn tăng 50 điểm. Tới 1 giờ 35 phút sáng 4/9/2008 (giờ Hà Nội), chỉ số này chuyển sang màu đỏ, mất 10 điểm.

Nhiều nhà đầu tư Việt Nam lý giải thị trường chứng khoán New York đảo chiều bởi tính chuyên nghiệp cao của nhà đầu tư Hoa Kỳ. Họ mua vào khi mọi thông tin chỉ là đồn đoán và bán ra để chốt lãi có công bố chính thức. Điều này không đúng. Đặt cược vào giá cổ phiếu tăng khi khoản 700 tỷ USD cho thị trường tài chính được thông qua là động lực để đầu cơ mua vào. Các lực lượng thị trường hoàn toàn có thể đánh cuộc cho phía bên kia, giá cổ phiếu giảm khi Hạ viện một lần nữa bác bỏ. Việc đồn lực tài chính cho một kết cục chỉ hợp lý khi bằng cách nào đó, kết quả bỏ phiếu ở Washington đã được sắp đặt từ trước. Nếu quả đúng như vậy, một sức mạnh quyền lực vô cùng lớn, với khả năng thao túng cả chính sách của cường quốc kinh tế hùng mạnh như Hoa Kỳ, đã có cơ hội thu nguồn lợi khổng lồ chỉ trong vài giờ đồng hồ.

Những âm ỉ xoay quanh khoản giải cứu 700 tỷ USD nhanh chóng bị lãng quên khi liên tiếp các ngân hàng trung ương châu Âu, Nhật Bản công bố gói hỗ trợ không kém phần “hoành tráng” nhằm lập lại trạng thái ổn định của các thị trường tài chính. Vào lúc đó, danh sách ngân hàng thương mại phá sản tại Hoa Kỳ tiếp tục điền thêm tên tử sĩ thứ 17, Freedom Bank ở Bradenton, bang Floria. Tới tháng 11/2008, danh sách này đã nối dài thêm 5 ngân hàng nữa.

Nỗi lo sợ mơ hồ không chỉ ám ảnh những nhà đầu tư chứng khoán. Bất kể người điều hành chính sách kinh tế, nhà quản trị doanh nghiệp, cán bộ công chức hay nhân viên kinh doanh, ai cũng kiếm tìm một câu trả lời tường tận xem “điều gì đang xảy ra”. Hiểu biết là cần thiết. Nhưng hiểu sai cách hay không đầy đủ còn nguy hiểm hơn. Căn nguyên sâu xa của những vấn đề và bản chất vận hành nền kinh tế, sự đan xen sâu sắc kinh tế vĩ mô và vi mô là những thứ không dễ nắm bắt qua một vài trang báo hay đôi chục phút trao đổi trên truyền hình. Đó là chưa kể tới sự ưu ái sử dụng rất nhiều thuật ngữ chuyên ngành phức tạp để kiến giải một nguyên lý kinh tế vốn gọn gàng và giản dị.

Tiến trình quốc tế hóa đời sống kinh tế Việt Nam đang tăng tốc. Ngoài những biến cố kinh tế vĩ mô và chao đảo trên thị trường chứng khoán như đã thấy, còn gì nữa sẽ đến với nền kinh tế Việt Nam? Điều

đó chắc không đơn thuần là các vấn đề riêng rẽ như xuất khẩu giảm, nhập siêu cao, lạm phát, đình trệ, hệ thống ngân hàng lung lay, dòng vốn ngoại chảy ngược ra khỏi Việt Nam... Cuộc chơi toàn cầu đang có những điều chỉnh. Hội nghị thượng đỉnh G20 kết thúc mà chưa có một lời giải cụ thể cho nền kinh tế toàn cầu đang đứng trước nguy cơ suy thoái. Liệu các đề xuất hình thành những định chế quốc tế mới kiểu *Hội đồng kinh tế toàn cầu*⁹ và *Hội đồng giám sát ổn định tài chính châu Âu*¹⁰ hay những giám sát chặt chẽ hoạt động của các quỹ đầu tư rủi ro và thay đổi quy tắc hạch toán tài sản tài chính trong hệ thống ngân hàng có phát huy hiệu quả và cải thiện tình hình? Sự nổi lên của sức mạnh kinh tế Trung Quốc có làm thay đổi cục diện kinh tế thế giới vốn đã quen các trụ cột Hoa Kỳ và Tây Âu? Áp lực mơ hồ còn chưa hiện rõ nhưng sức lạnh ghê người đã phủ tới rất gần.

Có rất nhiều đề tài được các ngân hàng trung ương và các nhà lãnh đạo thế giới bàn tới, nhưng tâm điểm quan trọng nhất vẫn là làm sao để củng cố và tái thiết các nền tảng kinh tế đã bị suy yếu. Và như vậy, có thể nghĩ tới vấn đề cội rễ sâu xa của niềm tin bị xói mòn trong công chúng đầu tư. Chính điều này gây ra đa phần các hỗn loạn kinh tế hiện đại.

Liệu lãnh đạo các ngân hàng trung ương có tìm lời giải khi cùng nhau ngồi quanh bàn tròn và thảo luận về những vấn đề giờ đã lan rộng tới mọi ngóc ngách của địa cầu? Không ai dám quả quyết. Đó là việc của các ngân hàng trung ương ở các nền kinh tế phương Tây, nơi mà người ta tin tưởng vào nền tảng kinh tế vững vàng có thể điều khiển các hoạt động thương mại và kinh tế để xây dựng lại sự tự tin của chính các quốc gia này vào hệ thống của mình.

Nhìn vào khoản chi tiêu của các chính phủ, hàng trăm tỷ USD tiền đóng góp của những người nộp thuế đã được dẫn dắt tới các hoạt động thương mại thuộc sở hữu tư nhân. Rất khó mà nói rằng như thế là công bằng, nhất là khi chính phủ cho dù không có nhiều sự lựa chọn, đã đưa ra các gói cứu trợ vô tiền khoáng hậu cho với quy mô lớn chưa từng có trong lịch sử. Vai trò của chính phủ có lẽ đã được đề cao quá mức với hy

⁹Do nhà kinh tế nhận giải thưởng Nobel Joseph Stiglitz đề xuất

¹⁰Do cựu Thống đốc Ngân hàng trung ương Pháp, Chủ tịch Tổ giám sát tài chính cao cấp của EU, Jacques de Larosière đề xuất

vọng rằng những khoản vung tay này sẽ giúp phục hồi niềm tin từ công chúng. Phương trình hạn chế ngân sách chính phủ nổi tiếng tiết lộ mọi bí mật. Kế hoạch của ngày hôm nay gây tổn hại nặng nề tính ổn định của năng lực tiêu dùng quốc gia trong tương lai, mà có lẽ là rất gần.¹¹

Vấn đề với các ngân hàng trung ương châu Âu thậm chí còn trở nên phức tạp hơn bởi các ngân hàng này có cùng phương thức tiếp cận những vấn đề kinh tế đang lan rộng toàn cầu. Phối hợp cùng IMF? Viện tới đồng thuận của các nhà lãnh đạo G20 trong kỳ họp thượng đỉnh sắp tới? Huy động thêm nguồn tiền từ Trung Quốc và thế giới Ả-rập? Chúng tôi tin tưởng tất cả những động thái này đều quá ít và quá muộn, đặc biệt khi các vấn đề, vốn dĩ đã hiển hiện nhiều tháng, lại có khởi nguồn từ phương trình căn bản về niềm tin trong mọi xã hội. Nhiều ủy ban hơn, nhiều phiên họp hơn và thậm chí nhiều tiền của hơn đều vẫn chưa phải giải pháp tháo gỡ tình thế khủng hoảng. Tuy nhiên, các tư duy đổi mới mạnh mẽ và tươi sáng hơn trong nỗ lực xây dựng các nền kinh tế lành mạnh - với qui tắc vàng của các điều luật cần trọng, có thể sẽ làm nên nhiều điều.

Không ít bạn đọc cũng giống như chúng tôi có cảm giác suy tư, lo lắng, thích thú, liên hệ và cả... hoảng sợ trước nguy cơ một cuộc “chiến tranh tiền tệ” trên qui mô toàn cầu có thể xuất hiện và tàn phá nhiều nền kinh tế. Giả thiết về thế lực ngân hàng quốc tế thao túng và điều khiển hoạt động kinh tế thế giới có thật? Việt Nam sẽ làm gì để chống đỡ những chiếc vòi bạch tuộc tài chính mềm mại, đầy uy lực?

Trong các chương tiếp theo, chúng tôi cùng quý độc giả sẽ tìm về những giá trị cốt lõi nhất của tinh thần kinh doanh và kinh tế Việt Nam, xem xét quá trình chuyển đổi hệ thống kinh tế đất nước từ cơ chế kế hoạch hóa tập trung sang cơ chế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa trong bối cảnh toàn cầu hóa, các thị trường và tài sản trọng yếu lần lượt là đối tượng khảo sát, phân tích và đúc rút các qui luật, hiện tượng phổ quát. Và cuối cùng, hành trình dừng lại với những suy nghĩ và trao đổi về những bài học kinh nghiệm, hành trang và phương tiện đi tiếp, đập bằng sóng gió bằng năng lực sáng tạo, tinh thần lập nghiệp và ý chí đoàn kết quyết tâm xây dựng Tổ quốc Việt Nam giàu mạnh, tự lập, tự cường.

¹¹ Nội dung này sẽ được trao đổi kỹ hơn trong Chương 12.

Phần I

THĂNG TRẦM

TVE-4U.ORG

*Ebook được thực hiện không
nhằm mục đích kinh doanh*

Chương 2

Những hạt mầm đầu tiên

Kinh tế Việt Nam đang hòa mình vào đại dương kinh tế thế giới. Cơ hội rộng mở, nhưng thách thức và nguy cơ tiềm ẩn ở phía trước. Sóng gió đang nổi lên. Hành trình dài tới thịnh vượng và ổn định kinh tế của dân tộc Việt Nam bắt đầu từ đâu? Người dân Việt Nam tiến lên sánh vai với các cường quốc năm châu theo ý nguyện của Hồ Chủ tịch với hành trang duy nhất là những thành tựu kinh tế Đổi Mới trong quá trình chuyển đổi từ mô hình quản lý kế hoạch tập trung quan liêu bao cấp sang kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa? Rõ ràng, của cải dân tộc Việt Nam không thể chỉ đo đếm đơn giản bằng các công cụ thống kê kinh tế.

Xuất phát điểm của kinh tế Việt Nam thấp. Đó là một thực tế. Nhưng các chỉ tiêu tổng sản phẩm quốc dân, giá trị hàng xuất khẩu, dự trữ ngoại hối quốc gia... tăng trưởng nhiều năm ở mức cao là thành quả không thể phủ nhận, cho dù, nền kinh tế còn đang ở những bước chạy đà đầu tiên.

Thêm vào đó, Việt Nam có nguồn năng lượng phi vật chất vô cùng lớn cho phát triển kinh tế. Tinh thần kinh doanh Việt Nam đã được vun đắp gần hai thế kỷ, trải qua nhiều biến động thời gian, càng mạnh mẽ hơn bao giờ hết trong những ngày tháng cam go của thế kỷ XXI. Truyền thống đoàn kết, yêu thương đùm bọc trong gian khó, hy sinh tất cả cho độc lập - tự do của đất nước để dân tộc Việt Nam đánh bại thực dân, đế quốc một lần nữa sẽ phát huy.

Trên mặt trận kinh tế, các thế lực tài chính quốc tế không thể dễ dàng trả rẻ kết quả lao động sản xuất của một dân tộc thống nhất. Không lý thuyết hay mô hình kinh tế nào lý giải và biểu diễn được sức mạnh này. Nhưng đó là một đại lượng tồn tại hiển nhiên, không thể bỏ qua trong chiến lược và quyết sách phát triển quốc gia.

Những hạt mầm sức mạnh đó đã xuất hiện và vươn lên mạnh mẽ trên mảnh đất Việt Nam tươi đẹp từ thế kỷ XIX...

2.1 Truyền thống khởi nghiệp kinh doanh

Ngày 31/8/1858, 13 chiến hạm của thực dân Pháp nổ súng đánh chiếm cảng Đà Nẵng. Trước tinh thần bất khuất của dân tộc Việt Nam, quân đội viễn chinh Pháp phải mất 26 năm mới áp đặt được quyền thống trị trên toàn cõi Việt Nam. Với Hiệp ước Patenotre năm 1884, Việt Nam không những không còn chủ quyền mà thậm chí cũng không còn là một quốc gia nữa (Đặng Phong, 2002: [70]). Mọi hoạt động kinh tế diễn ra trên phạm vi địa lý của Việt Nam đều phục vụ duy nhất lợi ích của thực dân Pháp. Quyền thu thuế của triều đình Huế cũng bị tước bỏ.

Thực dân Pháp thi hành chính sách vơ vét của cải và tài nguyên tại xứ thuộc địa tới tận cùng, nhà nghiên cứu J.P. Aumiphin đã mô tả: *“Một bên là chính sách hải quan và bên kia là quy chế khai thác mỏ, đã cho phép các nhóm tài chính thực hiện những khoản lợi nhuận quan trọng mà hầu hết vận chuyển ra khỏi Đông Dương... Khai thác mỏ là một ngành có lợi cho kinh tế chính quốc nhưng lại trở thành phi lợi nhuận cho kinh tế Đông Dương.”*¹

Trong không gian ngột ngạt của xứ thuộc địa, tinh thần kinh doanh Việt Nam vẫn gieo hạt mầm thương học và ý chí kinh doanh, tự hào dân tộc của Lương Văn Can, Bạch Thái Bưởi, Trương Văn Bền và nhiều gương doanh nhân yêu nước.

Kinh doanh văn minh là nguồn gốc tạo ra của cải (2008:[108]). Bị chế độ thực dân kìm kẹp cả đời sống tinh thần và hoạt động sản xuất, kinh doanh, nhưng thật may mắn, dân tộc Việt Nam vẫn có những doanh nhân thành đạt, những người tạo nên nền móng đầu tiên cho nền kinh

¹ *La présence financière et économique française en Indochine*, [4], tr. 156

tế tự chủ của Việt Nam sau này.

Cho tới tận những năm đầu thập kỷ 40 của thế kỷ XX, lực lượng kinh doanh người Việt vẫn còn rất nhỏ bé. Các doanh nghiệp tư nhân Việt Nam có qui mô vốn tương đương 1% tổng vốn đầu tư của nền kinh tế và sử dụng 9% tổng số lao động làm thuê trong công nghiệp.² Sự xuất hiện của phát xít Nhật tại Đông Dương mở ra cơ hội cho giới công thương Việt Nam. Pháp yếu thế trước Nhật, không thể tiếp tục duy trì các ưu đãi độc quyền, nhất là với những chủ thể kinh doanh “thân” Nhật. Cấm vận thương mại của phe Đồng minh với Đông Dương chặn đứt nguồn cung cấp hàng nhập khẩu và là thời cơ tốt cho sản xuất nội địa phát triển. Cộng đồng kinh doanh người Việt nổi lên chiếm địa vị cao trong xã hội thuộc địa, và phần nào tạo nên niềm tự hào, tinh thần dân tộc cho người Việt Nam.

Tại Nam Kỳ, ông Trương Văn Bến (1883-1956) nổi danh với thương hiệu *Xà bông Cô Ba* trên toàn xứ Đông Dương. Xuất thân trong gia đình khá giả, ông Bến nhiều lần đi Pháp nhưng chưa từng học tập tại một trường đào tạo kỹ nghệ hay kinh doanh chuyên nghiệp nào. Gia sản đồ sộ của ông Trương Văn Bến là do công sức sáng tạo của ông làm ra, không phải thừa hưởng của gia đình, cũng không phải làm giàu nhờ ruộng đất. Ông có một lối đi riêng làm gương cho những người đi sau như Trần Thành - vua lúa gạo Chợ Lớn, ông Trương Văn Khôi - vua bột giặt Viso, ông Nguyễn Tấn Đồi - vua ngân hàng...

Theo bảng lượng giá để đánh thuế của Phủ toàn quyền Đông Dương ở Hà Nội, thì năm 1941, ông Trương Văn Bến phải đóng cho chính phủ một số tiền lên tới 107.000 đồng Đông Dương, qui ra vàng là trên 1.783 lượng vàng!³ Để hình dung, chúng ta so sánh với mức đóng thuế thu nhập cá nhân cao nhất của năm 2005 là 7 tỷ đồng, thuộc về một người nước ngoài công tác tại Việt Nam, số tiền này tương đương 700 lượng vàng.⁴ Người Việt Nam đóng thuế thu nhập cho năm 2006 nhiều nhất cả nước là bà Lê Thị Minh Hòa, làm việc tại hãng dược Alcon (thành phố Hồ Chí Minh), với số tiền 2,87 tỷ đồng, tương đương khoảng 191

²J. Chesneaux. *Contribution à l'histoire de la nation Vietnamiene*, Ed. Social, Paris 1955, tr. 74 - A.S.I 1942, tr. 431

³Thời điểm đó, giá vàng khoảng 60 đồng Đông Dương/lượng

⁴Giá vàng vào quý I/2006 ở mức 1 triệu đồng/chỉ

lượng vàng.

Ông Trương Văn Bến tổ chức sản xuất theo mô hình khép kín. Ông sở hữu cơ sở ép dầu dừa lớn nhất Nam Kỳ với trên 100 công nhân, sản phẩm phục vụ chủ yếu cho nhà máy sản xuất xà phòng. Mỗi tháng, cơ sở này cung cấp 1.500 tấn dầu dừa. Nhà máy xà phòng của ông Bến ban đầu đặt tại địa chỉ *Quai de Cambodge* (trước chợ Kim Biên bây giờ), với qui mô sản xuất 600 tấn xà phòng giặt mỗi tháng. *Xà bông Cô Ba*, có in hình một hoa hậu miền Nam lúc bấy giờ, tên gọi Cô Ba, là loại xà bông dùng để tắm gội đầu tiên của Việt Nam. *Xà bông Cô Ba* đánh bật xà bông nhập khẩu từ Pháp do có phẩm chất tốt và giá thành thấp, có đại lý ở khắp ba kỳ Bắc, Trung, Nam và xuất khẩu một phần đáng kể sang Lào, Campuchia và Thái Lan.

Nhưng ông Bến không tự mãn, luôn tìm tòi và học hỏi kinh nghiệm. Khi máy giặt được phát minh và nhập cảng vào Việt Nam, hãng của ông liền sản xuất loại bột giặt máy để thích ứng ngay. Bột giặt Viso của ông Trương Văn Khôi và bột giặt “Việt Nam” của hãng xà bông Trương Văn Bến (lúc đó đổi thành hãng *Xà bông Việt Nam*), có đủ sức cạnh tranh với bột giặt nhập cảng từ Hoa Kỳ.

Ông Bến còn có xưởng xay xát qui mô 100 tấn/ngày và xây dựng cơ xá rất lớn cho công nhân ở ngã sáu Chợ Lớn, phát triển trung tâm tập luyện cho các lực sỹ *Studio Apollo* để khuyến khích phong trào thể dục thể thao của người Việt.

Cùng nổi danh như ông Bến, ở Bắc Kỳ có vua sông nước Bạch Thái Bưởi (1874-1932). Trong khát vọng làm giàu của Bạch Thái Bưởi thể hiện đậm nét tính đua tranh, sự bất bình của người Việt trước những thế lực ngoại bang. Mặc dù tiếp xúc thường xuyên với người Pháp, học tập kỹ thuật tân tiến của người phương Tây, nhưng Bạch Thái Bưởi luôn thể hiện tinh thần dân tộc trong hoạt động kinh doanh. Ông đặt tên các con tàu mua lại từ đối thủ nước ngoài bằng những tên Việt như Lạc Long, Hồng Bàng, Trưng Trắc, Đinh Tiên Hoàng, Lê Lợi, Hàm Nghi.

Thương hiệu “*Giang hải Luân thuyền Bạch Thái Bưởi Công ty*” với lá cờ hiệu màu vàng có hình mỏ neo và ba ngôi sao đỏ được xem như biểu tượng của phong trào “*chấn hưng thương hội, cổ động thực nghiệp*” của giới doanh thương Việt Nam. Cuối những năm 1920, đội tàu hùng hậu của Bạch Thái Bưởi lên tới trên 40 chiếc, chạy hầu hết các tuyến

đường sông Bắc Kỳ, chạy ven biển cả nước và đã có những chuyến tàu vươn ra các nước và vùng lãnh thổ như Hồng Kông, Trung Quốc, Nhật Bản, Philippines, Singapore... Bạch Thái Bưởi đã từ sông vươn ra biển và nuôi mộng vượt đại dương. Xưởng đóng tàu Cửa Cấm với gần 700 công nhân do em rể Bạch Thái Bưởi điều hành ngày 7/9/1919 đã hạ thủy thành công tàu thép đầu tiên do người Việt Nam thiết kế và đóng mới: tàu Bình Chuẩn, có trọng tải 600 tấn.

Ngay trong lĩnh vực cấm địa là khai mỏ, bằng tài năng kinh doanh và quyết tâm, Bạch Thái Bưởi cuối cùng cũng trở thành “Vua mỏ nước Việt”. Với đầu óc thực tế, tầm mắt nhìn xa, ông còn dự định tạo dựng nhiều công trình như: xây một nhà máy xay gạo ở Nam Định với những thiết bị tân tiến mua tận Hambourg (Đức), chương trình đặt ống cống, xây nhà máy nước, dựng nhà máy điện cho thành phố Nam Định và cả việc đặt đường sắt Nam Định – Hải Phòng, nhưng tiếc là vì hoàn cảnh, vì chiến tranh, nên không thực hiện được.

Tuy hoạt động khai mỏ chỉ được lịch sử nhắc tới như một phần khiêm tốn trong hoạt động kinh doanh của Bạch Thái Bưởi, nhưng từ một người dân xứ thuộc địa mà trở thành *vua* trong lĩnh vực trọng yếu của bộ máy cai trị thực dân, đã được định rõ là chỉ dành cho người Pháp, thì quả thực, bản lĩnh của ông thật đáng kính nể.

Ngành khai mỏ dưới thời Pháp thuộc

Chủ nghĩa thực dân Pháp khai thác xứ thuộc địa chủ yếu bằng vơ vét tài nguyên. Hầm mỏ thực dân Pháp khai thác chủ yếu do tước đoạt từ sở hữu của người Việt Nam mà không phải đền bù hay chịu trách nhiệm gì. Nỗ lực vắt kiệt tài nguyên của thực dân Pháp bộc lộ qua giá trị sản lượng khai thác mỏ tăng lên nhanh chóng ở Đông Dương trong nửa đầu thế kỷ XX (bảng 2.1). *Khai thác mỏ*, theo qui chế do chính quyền thuộc địa đặt ra, bản chất là biến tài nguyên trong lòng đất - của cải của Việt Nam, thành tài sản của thực dân Pháp.

Bốn năm sau khi nắm quyền kiểm soát trên toàn cõi Việt Nam, tháng 10/1888, chính quyền thuộc địa ban hành chính sách tạo thuận lợi tối đa cho thực dân khai mỏ: người khai thác phải nộp ngân sách thuộc địa 10% giá bán; nếu xuất khẩu thì nộp thêm 3% thuế xuất khẩu và đóng một số tiền nhỏ gọi là lệ phí thống kê. Như vậy, khoảng 85% giá trị sản lượng khai thác thuộc về người khai thác.

Quyền khai thác mỏ, tới ngày 24/12/1913, thậm chí chỉ được trao cho những nhà khai thác người Pháp, theo một sắc lệnh của Toàn quyền Đông Dương: “Chỉ những người có quốc tịch Pháp hay những công ty thành lập theo đúng luật của nước Pháp, mà trụ sở hoặc đặt ở Pháp hoặc ở trong các thuộc địa của Pháp, và những người quản trị có quốc tịch Pháp mới có thể là những người chủ, người sở hữu, người khai thác những mỏ cấp nhượng”.⁵

Quy chế có tính chất độc quyền này mở đường cho thực dân Pháp đua nhau xin giấy phép khai thác mỏ. Số giấy phép từ 257 vào năm 1914 đã tăng lên gấp hơn 7 lần vào năm 1926 (tương đương 1.923 giấy phép). Hai năm sau (1928) con số này đã là 8.185 và đạt kỷ lục 17.685 giấy phép vào năm 1929. Vào thời điểm đó, diện tích mà những người Pháp được phép thăm dò hoặc khai thác mỏ bằng $\frac{1}{4}$ tổng diện tích toàn Đông Dương.⁶

Thu lợi từ các đặc quyền, giá trị sản lượng khai thác mỏ từ 2 triệu đồng Đông Dương năm 1900 đã tăng lên gấp bốn lần vào năm 1916. Vào năm ghi nhận kỷ lục số giấy phép khai thác mỏ, giá trị sản lượng khai thác mỏ đã đạt 18 triệu đồng Đông Dương. Giá trị sản lượng đạt mức cao nhất trong những năm đầu của Chiến tranh thế giới thứ hai. Giá trị sản lượng khai thác mỏ năm 1941 là 30 triệu đồng Đông Dương (tương đương 500.000 lượng vàng), gấp 15 lần mức của đầu thế kỷ. Với sự thất thế trong cuộc chiến của thực dân Pháp, đặc biệt là với sự xuất hiện của phát xít Nhật ở Đông Dương trong những năm 1944-1945, giá trị khai thác mỏ giảm xuống còn 6,7 triệu đồng Đông Dương vào năm 1945 (chi tiết xem bảng 2.1).

Không có nhiều dữ liệu lịch sử ghi lại các hoạt động tín dụng, tài chính trong thời kỳ này. Tuy nhiên, những con số thống kê giá trị ngành khai thác mỏ đã nói lên qui mô to lớn của ngành công nghiệp này. Để lo đủ nguồn tiền mua sắm máy móc, chi trả lương công nhân, cân đối thu chi giữa hoạt động khai mỏ và các việc kinh doanh vận tải biển, xây nhà máy điện, nhà máy xay xát... không thể tránh khỏi việc đầu đầu với bài toán thu xếp, điều chuyển tiền bạc giữa các bộ phận. Đó chính là những vấn đề cốt lõi của quản trị tài chính doanh nghiệp, và đầu tư.

⁵ *Journal Officiel de l'Indochine* 1913, tr. 77

⁶ A. Touzel. *L'Economie Indochinoise et la grande crise universelle*, Paris 1934, tr.79

Bảng 2.1: Giá trị sản lượng khai thác mỏ ở Đông Dương: 1900-1945

Năm	Giá trị sản lượng	Năm	Giá trị sản lượng
1900	2.000.000	1941	30.000.000
1916	8.000.000	1942	20.661.000
1929	18.000.000	1943	17.939.000
1934	10.000.000	1944	14.497.000
1936	13.000.000	1945	6.707.000
1939	29.500.000		

Nguồn: Niên giám Thống kê Đông Dương 1939-1946. Đơn vị: đồng Đông Dương

Có thể phỏng đoán số người tới mượn tiền, cậy nhờ các doanh nhân như Trương Văn Bến hay Bạch Thái Bưởi không ít. Có mượn thì sẽ có trả. Đồng tiền không nằm yên thì sinh lãi. Một cách tự nhiên, hoạt động cho vay của ngân hàng được các thương nhân giàu có thực hiện. Điều này hoàn toàn phù hợp với lịch sử phát triển ngân hàng. Những người cho vay tiền ban đầu còn được gọi là các “ngân hàng thương gia”, thuật ngữ tiếng Anh là “merchant bank”.

Không chỉ thực hành kinh doanh, nền tảng thương học Việt Nam cũng sớm được chuẩn bị từ đầu thập kỷ 1920, đúc kết trong *Thương học phương châm* của Lương Văn Can (1854-1927). Tinh thần kinh doanh Việt Nam manh nha hình thành trong chế độ thực dân, khơi dậy niềm tự hào của người Việt trong hoạt động kinh tế, nhưng cũng biểu hiện nhiều hạn chế được cụ Cử Can chỉ ra từ năm 1921.

Góc nhìn sâu sắc và ghi nhận thẳng thắn của cụ Lương Văn Can trong cuốn sách thương học đầu tiên của người Việt phần nào đã chỉ ra căn nguyên sâu xa khiến giới doanh nghiệp Việt Nam nói chung cho đến mãi sau này vẫn chưa thể vươn tầm bứt phá. Nguyên nhân sâu xa đó, không gì khác hơn là hệ thống văn hóa tinh thần của xã hội trân trọng nghề kinh doanh, tôn vinh lao động tạo giá trị và của cải cho xã hội.⁷

Trong tác phẩm của cụ Cử Can, người đọc có thể tìm thấy những lý thuyết và phương châm kinh doanh, đạo làm giàu chân chính không chỉ áp dụng cho giới thương nhân Việt Nam thời bấy giờ mà còn hữu ích

⁷sdd, tr. 178, [108]

cả với những doanh nhân hiện đại trong sứ mệnh xây dựng đất nước giàu mạnh. Ngay thời kỳ đó, khi Việt Nam còn là một nước thuộc địa, lời tựa trong cuốn sách *Thương học phương châm* của cụ Cử đã có đoạn “*Đương buổi thế giới cạnh tranh này, các nước phú cường không đâu là chẳng đua tài thi sức ở trong trường thương chiến, văn minh càng tiến bộ, buôn bán càng thịnh đạt. Việc buôn bán thịnh suy có quan hệ đến quốc dân thịnh suy. Như thế, ta há nên coi thường xem khinh sao được?*”

Với cách nhìn tổng hợp, cụ Cử đã đưa ra những đề mục cơ bản như: Tư bản (vốn đầu tư); Tổ chức sự buôn; Tính toán sổ sách; Thư từ; Thương hiệu; Thương địa; Thương điểm; Bán hàng; Quảng cáo; Giao tế tiếp thị; Điều lệ nhà băng... Đồng thời, Cụ cũng đã phân tích 10 điểm yếu của doanh nhân Việt Nam thời đó: 1. Không có thương phẩm; 2. Không có thương hội; 3. Không có chữ tín; 4. Không có kiên tâm; 5. Không có nghị lực; 6. Không biết trọng nghề; 7. Không có thương học; 8. Kém đường giao thiệp; 9. Không biết tiết kiệm; 10. Khinh nội hóa.

2.2 Làm quen với ngân hàng

Đồng tiền đầu tiên người dân nước Việt biết tới là “*Thái Bình Hưng Bảo*” dưới triều Đinh (968-980), được đúc bằng đồng (hình 2.1). Sách sử ghi lại, đồng tiền này không được sử dụng nhiều, do nhà Đinh lúc đó mới manh nha các hoạt động kinh tế, trao đổi hàng hóa là chính, lương bổng và thuế má đều bằng hiện vật.



Hình 2.1: Thái Bình Hưng Bảo

Tới cuối thế kỷ XIV, nhà Trần, nhưng thực chất quyền lực nằm trong tay đại thần Hồ Quý Ly, phát hành đồng tiền giấy đầu tiên, gọi là “*Thông bảo hội sao*”. Đại Việt sử ký toàn thư ghi lại rằng việc này diễn ra năm

1396 đời vua Trần Thuận Tông. Tiền giấy *Thông bảo hội sao* có 7 loại mệnh giá từ 10 đồng đến 1 quan. Triều Trần là triều đại đầu tiên cho dùng tiền giấy ở Việt Nam và Việt Nam là nước thứ hai trên thế giới sau nhà Minh (1368-1644) của Trung Quốc dùng tiền giấy. Tiền giấy thời Trần-Hồ ra đời mang nặng tính độc đoán, cấm hẳn việc tiêu tiền kim loại. Điều này được một số nhà sử học lý giải là vì Hồ Quý Ly cần huy động kim loại đúc vũ khí.

Ở châu Âu, 300 năm sau khi Marco Polo tường trình về tiền giấy của người Trung Hoa, Ngân hàng Stockholm Banco ở Thụy Điển phát hành những tờ giấy bạc đầu tiên vào năm 1661. Cùng vào thời gian đó tại Anh, người ta cũng được biết đến những tờ *giấy bạc Goldsmith*. Ngay từ thời xa xưa đó đã có hình thức kí gửi tiền. Đối với những khoản tiền gửi có lãi - thời hạn rút tiền được ấn định (có kỳ hạn). Cùng những loại kí gửi không có lãi thì được hoàn trả lại theo yêu cầu (không kì hạn). Những nhà ngân hàng phát hành ra những chi phiếu cho số tiền gửi không cần đề tên... nhằm tạo điều kiện dễ dàng cho việc chi trả số tiền kí gửi. Những chi phiếu này đã được phát hành bằng chỉ số giá trị nhỏ và tròn số. Chúng được xem như là tiền thân của những tờ giấy bạc ngân hàng. Goldsmith cùng với dòng họ Do Thái Rothschild và gia đình Barings là những gia tộc tài chính đầu tiên nổi lên ở nước Anh. Về sau, nhà Barings bị phá sản. Nhà Goldsmith không có hoạt động gì nổi bật. Riêng nhà Rothschild đã gây dựng được một đế chế tài chính với quyền lực điều khiển cả những nền kinh tế lớn nhất hành tinh.

Trở lại với Việt Nam, trước năm 1875, cỏi Đông Dương ghi nhận sự tồn tại và hoạt động cùng lúc của nhiều loại tiền tệ. Tiền đồng, tiền kẽm của nhà Nguyễn lưu hành rộng rãi trong dân cư cùng với đồng peso của Tây Ban Nha, của Mexico (dân chúng thường gọi là đồng *bạc hoa xòe*), đồng đôla Mỹ, đồng bảng Anh. Các đồng tiền ngoại quốc được chấp nhận bởi trọng lượng bạc nguyên chất gần như nhau. Sự lưu thông tiền tệ này vừa có tính chất ngoại nhập, vừa kế tiếp truyền thống mua bán bằng bạc nén vẫn thịnh hành ở phương Đông lúc bấy giờ.

Người Pháp bắt tay xây dựng hệ thống tài chính phục vụ lợi ích thực dân bằng việc cho ra đời một ngân hàng độc quyền phát hành tiền, sử dụng cho cả ba nước Việt Nam, Lào và Campuchia. Ngày 31/01/1875, Tổng thống Pháp Patrice de Mac-Mahon ban hành sắc lệnh thành lập

Ngân hàng Đông Dương (Banque de L'Indochine). Kể từ đó, đồng bạc Đông Dương xuất hiện. Người Pháp gọi đó là đồng *piastre*, người dân Việt Nam gọi là đồng bạc. Người dân Việt Nam cũng từ đây làm quen với một loại định chế có tên gọi “ngân hàng”.

Ngân hàng Đông Dương thành lập năm 1875 tại Pháp, 13 năm sau hòa ước 1862. Ngân hàng Đông Dương nổi danh toàn cầu với tên gọi “Ngân hàng Pháp,” có đặc quyền phát hành tiền tệ và do đó trở thành đầu não của cỗ máy khai thác thuộc địa của thực dân Pháp. Cổ đông của ngân hàng này là những nhân vật lừng danh của thế giới tài chính (gia tộc Rothschild và Reynolds), chính trị (Boncour, Baudion, và Giscard d’Estaing), học giả (Francois Mauriac) và nhiều người khác.⁸



Hình 2.2: Đồng 5 bạc Đông Dương

Đồng bạc Đông Dương đầu tiên phát hành theo chế độ *bản vị bạc*, 1 đồng bạc Đông Dương được đảm bảo bằng quyền qui đổi thành 24,4935 gram bạc. Tỷ lệ này đến năm 1895 thì rút xuống còn 24,3 gram bạc. Ngân hàng Đông Dương in giấy bạc (tiền giấy) theo tỷ lệ cứ có 100 đồng bạc thật thì phát hành 300 đồng bạc giấy.⁹ Đây chính là hiện tượng thu nhập được tạo ra thông qua phát hành tiền (*seigniorage*) do có sự chênh lệch giữa mệnh giá của đồng tiền với chi phí đúc, phân phối, lưu thông và thậm chí cả thu hồi tiền. Đến ngày 31/5/1930, Toàn quyền Đông Dương Pierre Marie Antoine Pasquier ban hành quy định mỗi đồng bạc

⁸Oscar Chapuis, *The Last Emperors of Vietnam: From Tu Duc to Bao Dai*, p. 158. Greenwood Publishing Group, 2000

⁹sdd, [4], tr. 25

Đồng Dương có mệnh giá tương đương 655 mg vàng, tương đương với 10 franc Pháp.¹⁰

Tỷ giá cố định giữa đồng Đông Dương và franc Pháp thực chất nhằm hợp thức hóa khéo léo nỗ lực phát hành ngày càng nhiều tiền giấy của chính quyền bảo hộ tại Đông Dương. Đồng franc Pháp lên xuống rất thất thường. Bởi vậy, theo thời gian, sự chú ý tới tỉ lệ qui đổi giữa tiền giấy và lượng tiền bạc (hay trữ kim) sẽ ngày càng giảm đi. Khi đó, quyết định phát hành thêm tiền giấy chỉ nhằm duy nhất giải quyết nhu cầu chi dùng và thu mua tài sản của chính quyền bảo hộ mà không chịu bất kỳ ràng buộc nào. Có thể thấy rằng, thực dân Pháp ở Đông Dương không chỉ tận lực vơ vét tài sản bằng các hoạt động trực tiếp (như khai mỏ, sử dụng nhân lực...¹¹) mà còn gián tiếp và tinh vi qua công cụ tài chính.

Theo số liệu thống kê của Nguyễn Ngọc Minh, công bố năm 1964,¹² khối lượng giấy bạc Đông Dương lưu hành ngày một nhiều hơn trong lúc trữ kim của Ngân hàng Đông Dương tăng lên không đáng kể, thậm chí, có lúc còn sụt giảm nghiêm trọng (xem bảng 2.2). Tỷ lệ quy đổi giữa giấy bạc lưu hành và trữ kim tăng lên nhanh chóng (hiện tượng *seigniorage*).

Đầu thập kỷ đầu tiên của thế kỷ XX, tỷ lệ này là 0,67 (nghĩa là: cứ 2 đồng giấy bạc thì đổi được khoảng 3 đồng tiền bạc). Bốn năm sau, cần tới gần 2 đồng giấy bạc để đổi 1 đồng tiền bạc. Năm 1920 ghi nhận một biến cố trong hệ thống tiền tệ Đông Dương. Lượng trữ kim sụt giảm nghiêm trọng, chỉ còn 5,6 triệu đồng, chỉ bằng $\frac{1}{3}$ so với lượng dự trữ năm 1918. Trong khi đó, lượng giấy bạc lưu hành tăng gấp đôi số lượng năm 1918 (76,2 triệu so với 36,2 triệu).¹³ Giai đoạn 1920-1930, thực dân Pháp cố gắng duy trì tỷ lệ giấy bạc và trữ kim trong khoảng từ 3-4 lần.

Kể từ tháng 9/1940, khi quân Nhật tiến vào Đông Dương và nhận

¹⁰Theo qui định từ năm 1928, 1 franc Pháp = 65,5 mg vàng

¹¹Từ năm 1930 đến năm 1945, thực dân Pháp đã tập trung khai thác tài nguyên của Việt Nam: 2.765,7 nghìn tấn than, 217,3 nghìn tấn kẽm, chì; 598 nghìn tấn sắt, mangan, 1384 kg vàng, 315,5 nghìn tấn phốtpho

¹²Nguyễn Ngọc Minh, 1964. “Nhìn lại cuộc đấu tranh xây dựng tiền tệ độc lập của ta trong kháng chiến (1945-1954)”. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế*, số 20, năm 1964

¹³Về lý do của biến cố này, chưa tìm được các chứng cứ lịch sử rõ ràng. Phỏng đoán rằng, sự cố này có liên quan tới việc ra đời các ngân hàng trung ương ở châu Âu và Hoa Kỳ và tác động của Chiến tranh thế giới thứ nhất.

Bảng 2.2: Trữ kim và lượng tiền lưu hành thời kỳ 1910-1929

Năm	Trữ kim Đồng	Giấy bạc lưu hành Đồng	Tỷ lệ
1/1/1910	34.806.385	23.182.141	0,67
1/1/1914	17.067.328	32.170.860	1,88
1/1/1918	16.504.306	36.143.454	2,19
31/3/1920	5.600.000	76.200.000	13,61
31/12/1926	38.500.000	149.400.000	3,88
31/12/1929	46.000.600	145.962.000	3,17

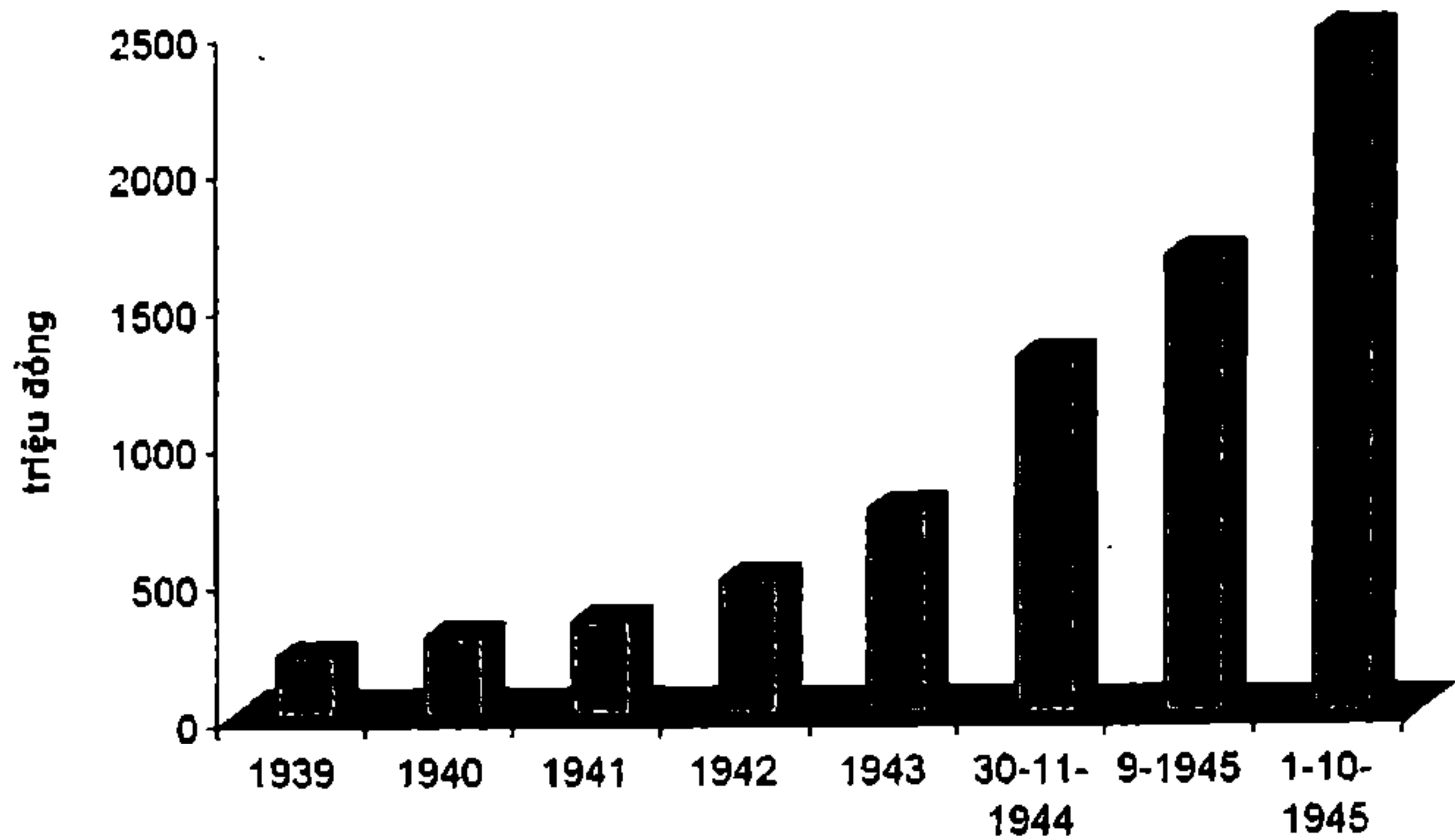
được sự “hợp tác” từ Toàn quyền Jean Decoux thì việc phát hành tiền giấy hầu như không còn được đảm bảo bằng trữ kim nữa. Điều này cũng dễ hiểu bởi toàn bộ tài sản, đặc biệt là kim loại quý như vàng và bạc, đã chuyển sang tay quân Nhật. Bộ máy hành chính do Pháp dựng lên chỉ còn hoạt động để đáp ứng các đòi hỏi chu cấp cho hoạt động quân sự của quân Nhật. Với lực lượng 80 ngàn quân Nhật tại chỗ, lại phải hỗ trợ các đạo quân Nhật ở vùng phụ cận và cả “chính quốc” thì nhu cầu thóc gạo, thực phẩm và nhân lực phục vụ vô cùng lớn.

Trong 4 năm, 1941-1944, chính quyền Pháp tại Đông Dương phải giao nộp 3.775.904 tấn gạo, 111.000 tấn bột gạo trắng, và 422.000 tấn ngô.¹⁴ Dù đã áp dụng chế độ giá *cưỡng bức*, giá thu mua lương thực thấp nhất chỉ bằng 2%, cao nhất bằng 9% giá thị trường,¹⁵ thực dân Pháp vẫn phải in thêm rất nhiều tiền giấy nhằm đảm bảo nguồn cung thóc lúa, nhiên liệu, vật liệu và chi tiêu của quân đội Nhật (hình 2.3).

Từ 1939 đến 1945, lượng tiền do Ngân hàng Đông Dương phát hành tăng gấp 12 lần. Tốc độ phát hành tiền càng lúc càng tăng nhanh. Tháng 11/1944, lượng tiền phát hành ghi nhận ở mức 1.292 triệu đồng. Chỉ 9 tháng sau, lượng tiền phát hành đã là 1.667 triệu đồng. Như vậy, bình quân mỗi tháng có hơn 41,5 triệu đồng được đưa thêm vào lưu thông. Nhưng “cơn đại hồng thủy” thực sự đến vào tháng 9/1945, khi chỉ trong vòng trên 20 ngày, lượng tiền được in thêm đạt 816,8 triệu đồng. Năng suất in tiền tăng gấp hơn 20 lần so với giai đoạn 9 tháng trước!

¹⁴Khối lượng ngô Pháp buộc phải giao cho Nhật chở về nước giai đoạn 1940-1942

¹⁵sdd, [70]



Bảng 2.3: Lượng tiền do Ngân hàng Đông Dương phát hành
Nguồn: *sđd*, [70]

Giả thiết về việc Pháp lợi dụng sự hiện diện của quân Nhật ở Đông Dương để thu lợi

Nếu đem so sánh lượng thóc gạo thực dân Pháp phải giao nộp cho Nhật trong giai đoạn 1941-1945 thì thấy con số này còn nhỏ hơn lượng thóc gạo Pháp xuất khẩu trong giai đoạn 1938-1941 (5,26 triệu tấn, xem bảng 2.4). Với giả thiết rằng việc đảm bảo lương thực cho người dân Việt Nam dù là với thực dân Pháp hay quân Nhật cũng không phải mối quan tâm và năng lực sản xuất lúa gạo của Việt Nam không giảm hoặc giảm không đáng kể, thì có sự chênh lệch giữa nguồn cung thóc gạo do nông dân Việt Nam làm ra và cầu thóc gạo theo yêu cầu của quân Nhật. Bởi vậy, nỗ lực thu mua thóc tạ với giá chưa bằng $\frac{1}{10}$ của thực dân Pháp có thể mang lại nguồn lợi kinh tế cho chính thực dân Pháp, nhưng *tiếng xấu* đã được chuyển sang quân Nhật. Cho dù đúng hay sai, vẫn có một sự thực: người dân Việt Nam đã oằn lưng lao động để phục vụ lợi ích tài chính của các thế lực đế quốc, thực dân.

Chi phí cho hệ thống hành chính cai quản xứ thuộc địa và các khoản đầu tư vào cơ sở hạ tầng phục vụ khai thác kinh tế được thực dân Pháp trang trải từ hai nguồn: thu thuế và phát hành các sản phẩm tài chính. Chế độ thuế tại Đông Dương rất nặng nề, gồm cả hai hình thức trực

Bảng 2.4: Xuất khẩu gạo và phụ phẩm gạo thời kỳ 1890-1941

Năm	Gạo và phụ phẩm gạo		Năm	Gạo và phụ phẩm gạo	
	Tổng số	Qui ra thóc		Tổng số	Qui ra thóc
1890	568	-	1916	1345	1780
1891	463	-	1917	1367	1850
1892	654	-	1918	1620	2220
1893	780	-	1919	967	1350
1894	735	-	1920	1189	1640
1895	679	-	1921	1720	2300
1896	569	-	1922	1440	1900
1897	775	-	1923	1340	1770
1898	805	-	1924	1230	1600
1899	895	1110	1925	1520	2000
1900	916	1160	1926	1597	2200
1901	912	1160	1927	1666	2260
1902	1116	1400	1928	1798	2390
1903	676	850	1929	1472	1970
1904	966	1230	1930	1122	1530
1905	622	800	1931	960	1320
1906	740	940	1932	1212	1620
1907	1428	1770	1933	1289	1750
1908	1234	1580	1934	1513	2080
1909	1096	1420	1935	1748	2320
1910	1270	1620	1936	1763	2360
1911	858	1140	1937	1529	2030
1912	817	1100	1938	1054	1410
1913	1287	1700	1939	1673	2210
1914	1419	1860	1940	1586	2260
1915	1373	1840	1941	955	1410

Nguồn: Đặng Phong. "Xuất khẩu gạo của Việt Nam thời Pháp". Tạp chí Thị trường - Giá cả. Tháng 10/1989. Tr. 25-26. Đơn vị: nghìn tấn

thu và gián thu. Thuế trực thu - thuế thân và thuế điền, với đối tượng tính thuế nêu rõ trong tên gọi, mang lại 40% thu ngân sách hàng năm của các xứ Đông Dương. Thuế gián thu gồm thuế hải quan¹⁶ đóng góp 25% nguồn thu ngân sách chung của toàn Đông Dương, và ba thứ “công quản”¹⁷ mang lại hơn 60% tổng thu.



Hình 2.3: Biếm họa: Đây - Dự án thuế mới!

Ôi, thưa ông, tôi chỉ còn có cái da vàng thôi!

Thì mày cũng phải nộp nốt đi

Sự hà khắc mà chính sách thuế của thực dân Pháp áp đặt lên người dân thuộc địa thể hiện rõ từ việc đặt ra loại thuế, mức thuế suất, tới huy động toàn bộ lực lượng công quyền và sử dụng hình phạt nặng nề để đảm bảo thu đủ từ người dân. Đơn cử với hình thức thuế thân, là thứ thuế mà mỗi người dân phải nộp cho sự tồn tại của bản thân mình. Thuế này đánh vào mọi người dân Việt Nam là nam giới từ 18 đến 60 tuổi. Mức thuế đồng loạt là 2,5 đồng Đông Dương/người. Đến ngày 29/2/1938, Thống xứ Bắc Kỳ Chatel phân loại dân cư theo mức giàu - nghèo để định thuế thân thành 3 hạng, từ 1 đến 2,5 đồng Đông Dương. Qui đổi ra thóc thì mỗi năm, từng người phải nộp từ 40 đến 100 kg thóc.

Nhiều người Việt Nam biết tới gánh nặng thuế thân qua nhân vật văn học chị Dậu trong tác phẩm *Tắt đèn* của Ngô Tất Tố. Báo *Diễn đàn Đông Dương*, số 38, ngày 5/11/1926 có bức biếm họa khắc họa sự gánh

¹⁶Thuế hải quan còn gọi là thuế đoan, đánh vào hàng nhập khẩu không phải từ Pháp, và hàng xuất khẩu ngoài Pháp, cùng một số lệ phí xuất khẩu khác

¹⁷Thuế chuyên mại với muối, rượu và thuốc phiện

nặng sưu thuế đến mức cùng cực mà người dân Việt Nam phải gánh chịu (xem hình 2.3).¹⁸

Ngày 2/9/1945, lễ Độc lập được tổ chức tại Hà Nội. Tuyên ngôn Độc lập của nước Việt Nam dân chủ cộng hòa khẳng định: “Nước Việt Nam có quyền hưởng tự do và độc lập, và sự thật đã thành một nước tự do độc lập”.¹⁹ Kể từ đây, lịch sử kinh tế Việt Nam bước sang thời kỳ mới. Thời kỳ xây dựng và phát triển kinh tế Việt Nam độc lập, tự chủ, của nhân dân, do nhân dân và vì nhân dân.

¹⁸Tư liệu Thư viện Quốc gia Pháp, do bà A. Jolivet tặng nhà nghiên cứu Đặng Phong

¹⁹Hồ Chí Minh: Toàn tập. Nxb. Chính trị quốc gia, Hà Nội, 2002, t. 4, tr. 4

Chương 3

Cam go độc lập tiên t : 1945-1954

Hơn 60 năm, từ 1884¹ đến 1945, kinh tế Việt Nam luôn chìm đắm trong tình trạng nghèo nàn, lạc hậu, người dân sống trong ách nô lệ và đói nghèo. Đến năm 1945, nền kinh tế Việt Nam vẫn là nền kinh tế nông nghiệp lạc hậu và manh mún.

Cách mạng Tháng Tám năm 1945 đã tạo ra bước ngoặt quyết định, đưa nền kinh tế Việt Nam đi vào một quỹ đạo hoàn toàn mới: *Một nền kinh t  độc lập, tự chủ, của nhân dân, vì nhân dân*. Chặng đường mới mẻ đó thật gian nan, bõ ngỡ đối với dân tộc Việt Nam và Nhà nước Việt Nam Dân chủ Cộng hòa. Đây là một trong những chặng đường gian khổ nhất, mang lại nhiều thắng lợi và bài học quý.²

3.1 Bối cảnh lịch sử, kinh t 

Trước khi giành độc lập, nền kinh tế nông nghiệp Việt Nam nghèo nàn về cơ sở vật chất, lạc hậu về kỹ thuật và hoàn toàn dựa vào lao động thủ công và phụ thuộc vào thiên nhiên. Năng suất lúa bình quân 1 ha thời kỳ 1930-1944 là 12 tạ, trong khi đó Thái Lan là 18 tạ, Nhật Bản là 34 tạ.

¹Năm ký Hiệp ước Patenotre, Pháp coi như đã xác lập quyền thống trị trên toàn cõi Việt Nam

²Đỗ Hoài Nam, sđd, [70]

Ruộng đất phần lớn tập trung trong tay giai cấp địa chủ phong kiến và thực dân Pháp. Nông dân chiếm 97% số hộ nhưng chỉ sở hữu 36% ruộng đất. Có tới 59,2% số hộ không có ruộng đất phải sống bằng việc cày thuê, cuốc mướn. Nghịch cảnh sâu sắc diễn ra dưới thời thực dân Pháp chiếm đóng: hàng năm Việt Nam xuất khẩu trên 1 triệu tấn gạo trắng, nhưng nông dân Việt Nam lại luôn luôn phải chịu cảnh đói nghèo. Năm 1945, ở miền Bắc có trên 2 triệu người chết đói. Hậu quả nạn đói cuối năm 1944 đầu năm 1945 chưa kịp khắc phục, thì nạn lụt lớn lại xảy ra, tàn phá 9 tỉnh đồng bằng Bắc Bộ.

Sản xuất công nghiệp rất nhỏ bé và què quặt. Cả nước không có một cơ sở công nghiệp luyện kim, công nghiệp chế tạo máy móc, công nghiệp hóa chất. Đầu tư cho công nghiệp ít ỏi và chủ yếu chỉ tập trung vào khai thác mỏ. So với tổng số vốn đầu tư vào công nghiệp toàn Đông Dương thời kỳ 1913-1939 thì vốn đầu tư cho ngành mỏ chiếm 40%, riêng thời kỳ 1924-1930 là 52%. Công nghiệp chỉ có không quá 200 nhà máy nhỏ bé, trang bị cũ kỹ, hầu hết lâm vào tình trạng đình đốn, hàng hoá khan hiếm.

Hậu quả về mặt xã hội cũng rất nặng nề, trên 90% số dân không biết chữ. Hầu hết số người được đi học chỉ ở bậc tiểu học và vỡ lòng, trên 3 vạn dân mới có một học sinh cao đẳng hoặc đại học và chủ yếu học ở ngành luật và ngành thuốc. Suốt thời kỳ 1930-1945, số công chức có trình độ cao đẳng và đại học chỉ gồm vài trăm người. Thực tế đó làm cho việc tổ chức, hoạt động của chính quyền mới gặp không ít khó khăn.

Trong điều kiện nền kinh tế, tài chính kiệt quệ, nạn đói vẫn tiếp diễn, Đảng ta nhận thức rõ chính quyền muốn đứng vững phải nhanh chóng đưa đất nước thoát khỏi nạn đói và những khó khăn về kinh tế. Bên cạnh những biện pháp cơ bản như khôi phục các nhà máy, hầm mỏ, cho tư nhân góp vốn kinh doanh, khuyến khích giới công thương mở hợp tác xã, lập ngân hàng quốc gia, phát hành giấy bạc, sửa chữa đê điều, định lại các ngạch thuế v.v.. Đảng ta đặc biệt nhấn mạnh việc phát triển sản xuất nông nghiệp với khẩu hiệu “không một tấc đất bỏ hoang”. Chủ tịch Hồ Chí Minh phát động chiến dịch tăng gia sản xuất và tiết kiệm để cứu đói, động viên sự đóng góp to lớn của nhân dân.

Hàng loạt chính sách, biện pháp thúc đẩy sản xuất, tiết kiệm, khắc phục khó khăn về kinh tế tài chính, ổn định đời sống, được nhân dân

tích cực hưởng ứng và thực hiện có hiệu quả. Các qui định hạn chế chuyên chở thóc gạo do Pháp và Nhật đặt ra trước cách mạng bị dỡ bỏ toàn bộ, đồng thời, nghiêm trị những kẻ đầu cơ tích trữ. Nhờ vậy, thóc gạo có thể vận chuyển, điều hòa từ nơi dư thừa sang nơi thiếu hụt. Giá trị tự do thông thương đã được ghi nhận ngay từ những ngày đầu của chính quyền cách mạng non trẻ. Tiếc rằng nhiều năm sau, trong hệ thống kinh tế kế hoạch hóa tập trung, tự do thương mại nội địa bị hạn chế rất nhiều.

Tăng gia sản xuất và nỗ lực làm tốt công tác thủy lợi cũng góp phần quan trọng giải quyết lâu dài và triệt để vấn đề đảm bảo an toàn lương thực. Hoạt động này cũng ghi nhận lần đầu tiên được việc huy động nguồn lực xã hội và phương thức đấu thầu được vận dụng. Chính phủ đã chi cho công tác đê điều tổng cộng 8 triệu đồng Đông Dương, gồm cả tiền và gạo. Với thời giá những năm 1945-1946, một kilôgam gạo có giá 3 đồng Đông Dương, thì nguồn lực dành cho công tác hộ đê, chữa đê và đắp đê mới tương đương 2.667 tấn gạo.

Ngoài kinh phí của Chính phủ, trong Thông tư số 105/TY ngày 26/12/1945, Ủy ban Hành chính Bắc Bộ có nêu: “[*kinh phí*] Một phần do Trung ương giúp đỡ, một phần các tỉnh phải lo, một phần là người có ruộng đóng góp theo tỷ lệ lũy tiến với diện tích, một phần nữa là huy động dân tham gia”. Đây là căn cứ để thành lập *Quỹ thóc chữa đê*. Để tổ chức công việc chữa và đắp đê đúng kỹ thuật cần sử dụng những nhà thầu khoán có kinh nghiệm và hiểu biết chuyên môn. Xã hội hóa đầu tư cơ sở hạ tầng phục vụ phát triển kinh tế đã ra đời ngay từ những ngày độc lập đầu tiên.

Nạn đói bị đẩy lùi, sản xuất nông nghiệp khôi phục nhanh và phát triển. Theo thống kê của Bộ Canh nông, chỉ riêng ở Bắc Bộ, sản lượng lương thực cả năm 1946 đạt 1.925.000 tấn, xấp xỉ bằng vụ mùa của cả nước năm 1940. Thắng lợi đó không chỉ có ý nghĩa về kinh tế mà còn có ý nghĩa chính trị sâu sắc. Nhân dân thêm tin tưởng, gắn bó và hết lòng ủng hộ chính quyền cách mạng, đóng góp công sức xây dựng đất nước và chế độ mới.

Sau Hiệp ước ngày 6/3/1946, nhận định quân Pháp sẽ trở mặt, quay lại tấn công quốc gia tự do non trẻ, Chính phủ một mặt khôi phục hoạt động công thương của người Việt, người Hoa và cả người Pháp. Nhiều

quy chế hà khắc do thực dân Pháp và Nhật đặt ra được dỡ bỏ. Chính phủ khuyến khích việc mua bán, lưu thông tự do hàng hóa trong toàn quốc. Mặt khác, lực lượng kinh tế cách mạng được tích cực xây dựng, chuẩn bị cho kháng chiến lâu dài.

Trước những lo ngại về khả năng cạnh tranh của người Việt Nam với các đối thủ mạnh hơn về vốn liếng, kỹ thuật và thiết bị, có ý kiến cho rằng cần hạn chế quyền kinh doanh của người ngoại quốc, Chủ tịch Hồ Chí Minh khẳng định “... người Việt Nam mình, chẳng những được tự do kinh doanh, mà còn được Chính phủ khuyến khích, bảo hộ cho là khác nữa...”.³ Tinh thần hợp tác, mở rộng giao thương quốc tế trong mối quan hệ bình đẳng và các bên cùng có lợi đã được nhen nhóm từ nhiều thập kỷ trước khi trở thành thành viên chính thức của WTO.

Công tác nghiên cứu kinh tế cũng được quan tâm ngay từ thời gian làm việc đầu tiên của Chính phủ. Để phục vụ việc điều hành và giải thích các vấn đề kinh tế, cuối năm 1945, Bộ Quốc dân Kinh tế lập phòng *Kinh tế Tập san* lo việc xuất bản một tờ báo chuyên về vấn đề kinh tế. Bộ này cũng đặt ra Sở Thống kê, có nhiệm vụ thu thập số liệu và tài liệu phục vụ hoạch định chính sách của Nhà nước trong lĩnh vực kinh tế. Sở Thống kê có ấn phẩm là tờ *Thống kê Nguyệt san*.

Thực hiện sách lược *trường kỳ kháng chiến* trong cuộc kháng chiến chống thực dân Pháp, Chính phủ xác định nguyên tắc “*Tài chính kinh tế phải tập trung. Mọi lực lượng của quốc dân được huy động để dùng trong việc kháng chiến, kiến quốc. Toàn thể nhân dân, nhất là những người làm việc công, phải tuân theo kỷ luật*”.⁴ Nền kinh tế kháng chiến được xây dựng tập trung vào hai lĩnh vực: nông nghiệp và công nghiệp quốc phòng.

Trong cuộc kháng chiến chống thực dân Pháp (1946-1954), còn có một trận chiến khác, không tiếng súng, không xe tăng, không máy bay, âm thầm và lặng lẽ, nhưng không kém phần ác liệt. Đó là cuộc chiến giành độc lập tiến tệ. Máu của nhân dân Việt Nam đã đổ xuống để Nhà nước của nhân dân được khai sinh. Vậy tổn thất sẽ như thế nào nếu của cải, thành quả lao động của đồng chí, đồng bào lại phần lớn chảy vào kết sắt của các ngân hàng tư bản? Trên các chiến tuyến quân sự, thực

³Hồ Chí Minh: Toàn tập, sđd

⁴Công báo 1946, tr. 222

dân Pháp có ưu thế về súng đạn và phương tiện quân sự hiện đại còn đội quân vệ quốc đấu tranh cho chính nghĩa, có thể trăn nhân dân và đất quê hương che chở. Trong cuộc chiến tiền tệ này, nền tài chính Việt Nam với tuổi đời tính bằng ngày phải đối đầu với hệ thống quyền lực đã tồn tại hàng trăm năm của các đại gia tộc ngân hàng châu Âu...

3.2 Đấu tranh giành độc lập tiền tệ

Tài chính của quốc gia độc lập non trẻ được gây dựng với ngân khố gần như trống rỗng. Chính quyền cách mạng chỉ tiếp quản được kho bạc với 1.230.720 đồng, trong đó có 586.000 đồng tiền rách. Việc phát hành giấy bạc Đông Dương vẫn nằm trong tay thực dân Pháp. Nguồn thu ngân sách từ thuế thì đã bãi bỏ trong tháng 8/1945, sau đó có khôi phục lại một số sắc thuế, nhưng không đáng kể.

Khó khăn lớn tới mức thực dân Pháp tin rằng Việt Minh nếu chưa chết vì một cuộc tấn công quân sự thì sẽ chết vì kiệt quệ tài chính. Chính ở thời điểm đó, niềm tin của đồng bào Việt Nam trong và ngoài nước vào Chính phủ Cự Hồ đã chứng minh là nhận định của thực dân Pháp hoàn toàn sai lầm. Quyên góp của *Quỹ độc lập* được thành lập ngày 4/9/1945 (hai ngày sau khi chính thức khai sinh nước Việt Nam Dân chủ Cộng hòa) và *Tuần lễ Vàng* bắt đầu từ ngày 16/9/1945 đã bổ sung nguồn lực tài chính tương đương một năm thu thuế thân và thuế điền toàn quốc dưới thời thực dân Pháp.

Để thấy nguồn lực ủng hộ của đồng bào lớn tới mức nào, có thể so sánh với một số khoản chi tiêu lớn của Chính phủ cách mạng. Bộ Tài chính chi 1.450.000 đồng Đông Dương cho việc sửa chữa quốc lộ 1 (ngày 27/9/1946), chi 1.302.000 đồng Đông Dương để sửa chữa cầu Guột và cầu Ninh Bình (ngày 10/9/1946), chi 2.200.000 đồng Đông Dương để tu sửa đường sá tại thủ đô Hà Nội (ngày 25/9/1946)...

Trong *Tuần lễ Vàng* các tầng lớp nhân dân cả nước đã hưởng ứng và đóng góp 370 kg vàng và hơn 20 triệu đồng Đông Dương cho *Quỹ độc lập* và *Quỹ đảm phụ quốc phòng*. Nếu qui đổi thành vàng và tính theo thời giá tháng 8/2008, giá trị đóng góp tương đương hơn 6.100 tỷ

đồng Việt Nam.⁵ Sức mạnh tinh thần đoàn kết đã phát huy đưa con tàu Việt Nam vượt qua sóng to, gió lớn. Trong hành trình phát triển kinh tế Việt Nam, sức mạnh này còn khẳng định giá trị nhiều lần nữa.

Chính quyền cách mạng xóa bỏ hoàn toàn thuế thân, thuế muối, và việc mua bán rượu, thuốc phiện - những nguồn thu quan trọng dưới thời thực dân Pháp. Thuế điền thổ được giảm 20% trên toàn quốc. Riêng những vùng phải chịu lũ lụt thì được miễn hẳn.⁶ Vùng Nam Bộ và Nam Trung Bộ đang trong chiến tranh nên Chính phủ đình chỉ mọi việc thu thuế.⁷

Để phục vụ quốc phòng, Chính phủ dành ra ba nguồn thu: (1) Đảm phụ đặc biệt đánh vào các ngành vận tải; (2) Phụ thu thêm vào tem bưu điện; và, (3) Đảm phụ quốc phòng, qui định mỗi người dân, trừ người già yếu và tàn tật, đều đóng góp 5 đồng Đông Dương.⁸

Đấu tranh giành độc lập tiền tệ

Trước khi thế cách mạng, quân Pháp chưa kịp quay trở lại, quân Nhật đã đầu hàng, giới chủ Ngân hàng Đông Dương buộc phải chấp nhận yêu cầu: chuyển tiền cho ngân sách của Chính phủ mới căn cứ theo những tờ séc do ngân khố của Chính phủ chuyển sang.

Từ ngày 28/8/1945, Ngân hàng Đông Dương bắt đầu chuyển tiền và tính đến hết 23/10/1945, tổng số tiền Ngân hàng Đông Dương đã chuyển là 22 triệu đồng Đông Dương. Từ ngày 22/10/1945, khi quân Pháp gây chiến trở lại ở Nam Bộ, Ngân hàng Đông Dương cũng ngừng việc chuyển tiền. Bên cạnh đó, Ngân hàng Đông Dương còn lợi dụng những tờ lệnh chi tiền của Ngân khố Việt Nam để tự ý phát hành thêm loại giấy bạc 100 đồng Đông Dương, tung ra thị trường. Điều này có nghĩa là họ đã dùng giấy (theo nghĩa đen) và quyền in tiền để mua hàng hóa của người Việt Nam.

Chính phủ Việt Nam đã hóa giải tình thế bằng cách cho đóng dấu nổi của Ngân khố vào những tờ bạc đã được chính thức chuyển giao. Tiền giấy không được đóng dấu bị coi là bạc giả. Khi thực dân Pháp rút

⁵Cách qui đổi: $370.000 \text{ gram vàng} \div 37,5 \times 17.000.000 \text{ đồng} = 167,7 \text{ tỷ đồng}$; và, $20.000.000 \text{ đồng Đông Dương} \times 0,655 \div 37,5 \times 17.000.000 \text{ đồng} = 5.938,7 \text{ tỷ đồng}$

⁶Theo Nghị định số 19, ra ngày 26/10/1945 của Bộ Nội vụ.

⁷Theo Sắc lệnh số 65 ngày 10/5/1946.

⁸Theo Sắc lệnh số 48, ngày 10/4/1946.



Hình 3.1: Tiền đóng dấu làng Thới Bình, Bạc Liêu

về nước, ở Nam Bộ chưa in được tiền và cách xa Trung ương nên Ủy ban hành chính kháng chiến Nam Bộ cho phép từng tỉnh đóng dấu lên tiền giấy Đông Dương để dùng tạm thời (hình 3.1).

Trận chiến tiền tệ không có tiếng súng, nhưng máu đã đổ. Ngày 17/11/1945, Cao ủy Pháp ở Sài Gòn, Đô đốc D'Argenlieu tuyên bố không chịu trách nhiệm với tất cả các giấy bạc 500 đồng Đông Dương in tại nhà in Viễn Đông trong thời gian phátxít Nhật chính thức nắm quyền điều hành Đông Dương, từ ngày đảo chính Pháp (ngày 9/3/1945) tới ngày quân Pháp quay trở lại miền Nam (ngày 23/9/1945). Loại giấy bạc 500 đồng Đông Dương phát hành trước ngày 9/3/1945 cũng phải đem đổi lấy tiền mới với 70% giá trị. Việc chuyển đổi cũng được hạn định trong khoảng thời gian ngắn ngủi là 7 ngày, từ ngày 9 đến ngày 15/11/1945. Đây thực chất là sự cưỡng đoạt tài sản, một đòn đánh mạnh vào cơ sở tài chính của Việt Nam.

Trong 7 ngày, người dân khó mà đổi được lượng tiền lớn như trên, nhất là những người không ở gần các thành phố lớn. Không chỉ người Việt Nam, rất đông Hoa kiều và Pháp kiều là những người sở hữu giấy bạc 500 đồng Đông Dương với số lượng lớn. Biểu tình phản đối đã diễn ra trước chi nhánh Ngân hàng Đông Dương tại Sài Gòn vào ngày 26/11/1945. Quân Pháp đã cho nổ súng vào đoàn người biểu tình khiến nhiều người chết và bị thương. Nhưng đấu tranh quyết liệt của Chính phủ Việt Nam Dân chủ Cộng hòa, từ quần chúng nhân dân, từ Hoa kiều, từ kiều dân Pháp, từ quân đội Tưởng Giới Thạch đang có mặt tại Việt Nam, đã buộc đại diện Chính phủ Pháp Sainteny phải nhượng bộ.

Báo Sự thật, số 3, ra ngày 12/12/1945, có ghi lại kết quả của trận chiến này: “Giấy bạc 500 đồng Đông Dương sẽ không bị thu hồi và hủy nữa. Mỗi tháng nhà Ngân hàng Đông Dương đổi cho người Việt Nam 7 triệu, người Tàu 6 triệu và người Pháp 2 triệu đồng Đông Dương”.



Hình 3.2: Tờ bạc 500 đồng Đông Dương, phát hành năm 1941

Dù đã ký Hiệp định ngày 6/3/1946,⁹ nhưng thực dân Pháp vẫn không từ bỏ nỗ lực phá hoại nền tài chính tiền tệ của Việt Nam, giấy bạc Đông Dương loại 100 và 50 đồng được tiếp tục phát hành mới. Tuy nhiên, Chính phủ Việt Nam không công nhận sự hợp pháp của các tờ bạc mới này. Thực tế là, các đồng bạc mới chỉ sử dụng được trong vùng chiếm đóng của quân Pháp tại Nam Bộ.

Không chỉ đối phó với thực dân Pháp, Chính phủ Việt Nam còn phải đương đầu với các đồng quan kim và quốc tệ do đội quân Lữ Hán của Tưởng Giới Thạch mang vào. Theo thời giá lúc đó, 50 đến 60 đồng quốc tệ hoặc 2,5 đồng quan kim có sức mua tương đương 1 đồng Đông Dương. Nhưng bằng sức mạnh quân sự, quân đội Tưởng Giới Thạch áp đặt mức tỉ giá cao: 1 đồng quan kim = 1,5 đồng Đông Dương (cao gấp 3,75 lần giá thị trường); và 1 đồng Đông Dương = 13,5 đồng quốc tệ (cao gấp hơn 4 lần giá thị trường). Chính phủ Việt Nam chấp nhận những tỷ giá này với một giới hạn: chỉ áp dụng trong mua bán và trao đổi với quân Tưởng ở Việt Nam.

Muốn xây dựng nền tài chính độc lập, dần thoát khỏi ảnh hưởng lũng đoạn của tài chính Pháp, cần một đồng tiền riêng của nước Việt

⁹16h ngày 6/3/1946, Chủ tịch Hồ Chí Minh đã ký Hiệp định sơ bộ với Pháp, theo đó: Pháp công nhận Việt Nam là một quốc gia tự do, Việt Nam nằm trong khối Liên hiệp Pháp, có chính phủ, nghị viện, quân đội và hệ thống tài chính riêng

Nam. Công tác in và phát hành đồng Việt Nam được chuẩn bị tích cực và bí mật. Hai máy in tiền, một của hãng Taupin, một của hãng Extrême-Orient được mua để dự phòng lẫn nhau. Nhà máy giấy Đáp Cầu sản xuất giấy in tiền. Tháng 10/1945, những đồng tiền giấy Việt Nam đầu tiên đã xuất xưởng. Chính phủ cũng cho dập tiền nhôm với các loại mệnh giá 2 hào và 5 hào, giải quyết việc khan hiếm tiền lẻ và nạn tiền rách (xem hình 3.3). Tại Nam Bộ, Chính phủ cho phép phát hành công trái trị giá 5 triệu đồng Đông Dương.¹⁰

Tiền giấy in ra, được chuyển vào Nam Trung Bộ (khu V) để phát hành, vì đây là khu vực tự do rộng lớn đầu tiên, lại cách xa Hà Nội và Sài Gòn - những nơi có lực lượng của quân Tưởng, quân Pháp và quân Anh. Giấy bạc Việt Nam, dân gian gọi là "*Giấy bạc Cự Hồ*", ra mắt lần đầu đúng vào ngày mừng 2 tết Bính Tuất (ngày 31/1/1946), Tết Độc lập đầu tiên. Chính phủ Việt Nam quy định 1 đồng tiền Việt Nam đổi được 1 đồng Đông Dương.¹¹ Ban đầu, giấy bạc Việt Nam chỉ phát hành từ vĩ tuyến 16 trở vào. Tới tháng 8/1946, Chính phủ quyết định mở rộng phát hành ra Bắc Trung Bộ, từ vĩ tuyến 16 trở ra. Đến kỳ họp thứ hai, tháng 11/1946, Quốc hội Việt Nam đã nhất trí ra quyết định cho phát hành trên toàn quốc.

Thời gian 1945-1946, hệ thống tiền tệ trên lãnh thổ Việt Nam chấp nhận sự hiện diện và giá trị của ít nhất ba loại tiền: đồng bạc Đông Dương của người Pháp, quốc tệ và quan kim của quân đội Tưởng, và giấy bạc Việt Nam của nhân dân Việt Nam. Đây là chi tiết đặc biệt trong lịch sử tài chính Việt Nam.

Đồng bạc Đông Dương được đảm bảo bằng vàng. Cho dù tỷ lệ qui đổi có điều chỉnh thì về cơ bản chế độ bản vị vàng vẫn được duy trì thông qua một tỷ giá qui đổi với đồng franc Pháp. Quốc tệ và quan kim được đảm bảo bằng sức mạnh quân sự của đội quân Lư Hán; trên thực tế, loại tiền này chỉ xuất hiện một thời gian ngắn và sử dụng với quy mô hẹp trong các giao dịch với đội quân của Tưởng Giới Thạch.

Còn giấy bạc Việt Nam đảm bảo bằng gì? Không tìm được các minh chứng lịch sử về giá trị được đảm bảo của giấy bạc Việt Nam. Nhưng

¹⁰Theo Sắc lệnh số 122, ngày 16/7/1946 của Bộ trưởng Bộ Nội vụ Huỳnh Thúc Kháng

¹¹Theo Sắc lệnh số 18b, ngày 31/1/1946

Hình 3.3: Một số đồng bạc Việt Nam đầu tiên



(a) Tiền xu



(b) Tiền giấy 2 hào



(c) Tiền giấy 10 đồng in giấy dèp

Chính phủ quy định tỷ giá trao đổi 1 ÷ 1 với đồng Đông Dương, nên có thể hiểu rằng 1 đồng bạc Việt Nam được đảm bảo bằng 655mg vàng.¹² Tuy nhiên, vàng của Chính phủ lúc bấy giờ, chủ yếu từ nguồn đóng góp của nhân dân, và được sử dụng để trao đổi ngoại giao, mua sắm vũ khí, chuẩn bị quốc phòng cho kháng chiến. Do vậy, giấy bạc Việt Nam, trên thực tế, được đảm bảo bằng *niềm tin của nhân dân vào Chính phủ Việt Nam Dân chủ Cộng hòa*. Trong những ngày đầu tiên giới thiệu đồng Việt Nam, tỷ lệ qui đổi thậm chí cao hơn mức qui định, 1 đồng bạc Việt Nam đổi được 1,2 đến 1,3 đồng Đông Dương.¹³

Thêm một lý do nữa cho sự tồn tại cùng lúc nhiều đồng tiền là giao dịch kinh tế còn giản đơn. Hình thức “*hàng đổi hàng*” còn phổ biến, ngay cả với loại hàng hóa đặc biệt như vũ khí. Theo lời kể của họa sỹ Trần Duy,¹⁴ khối lượng vũ khí mà quân Tưởng thu được của Nhật và Pháp rất nhiều, lại không ai kiểm soát. Do vậy, lính Lư Hán thường mang đổi lấy đồ ăn, ưa thích nhất là bánh chưng. Tỷ lệ trao đổi không cố định: 1 bánh chưng = 3 viên đạn Thompson (gặp lính đói thì được 5 viên); 10-15 bánh chưng = 1 khẩu Pachoọc...

Đồng tiền Việt Nam đã ra đời trong một bối cảnh phức tạp và đầy gian khó ngày đầu độc lập.

Tài chính kháng chiến

Tài lực cho kháng chiến được tích cực chuẩn bị từ cuối năm 1946. Tháng 11/1946, cơ sở in tiền đã được chuyển về Chi Nê, một địa điểm rất cơ động, nằm ở ngã ba Hà Nội-Thanh Hóa-Hòa Bình. Giữa tháng 12/1946, một lệnh chi 300 triệu đồng được chuyển cho Bộ Quốc phòng toàn quyền sử dụng.¹⁵ Nguyên tắc chỉ đạo việc chi tiêu của Chính phủ lúc bấy giờ là “*kháng chiến trên hết, tiền tuyến trên hết*.” Việc gì không trực tiếp và thiết thực ích lợi cho kháng chiến thì kiên quyết bỏ, giảm hoặc hoãn. Trong cân bằng ngân sách, việc thực hiện nguyên tắc trên gặp nhiều khó khăn. Nguồn thu chủ yếu là từ nông nghiệp nên có tính chất mùa vụ. Các việc cần chi dùng lại phát sinh liên tục. Nguồn dự trữ

¹² 1 đồng Đông Dương có mệnh giá tương đương 655mg vàng

¹³ sdd, trang 156, [70]

¹⁴ Đặng Phong ghi chép, ngày 1/1/2000

¹⁵ Lê Văn Hiến. “Năm đầu tiên của giấy bạc Cự Hồ.” Tạp chí *Thị trường và Giá cả*, số 6, 1991

hạn chế và tập trung đảm bảo cho công tác chiến đấu.

Công tác ngân hàng triển khai đồng bộ với công tác tài chính cũng đã thu lại kết quả, ảnh hưởng tích cực đến việc ổn định tài chính và tiền tệ. Ngân hàng Quốc gia Việt Nam ra đời năm 1951, ông Nguyễn Lương Bằng làm Tổng giám đốc đầu tiên (tháng 5/1951 - tháng 4/1952) mở đầu hoạt động bằng việc phát hành giấy bạc ngân hàng để thay thế cho tiền tài chính, có tác dụng củng cố nền tài chính, ổn định vật giá và giữ cân bằng ngân sách nhà nước. Tiền vẫn tiếp tục được phát hành nhưng chủ yếu phục vụ sản xuất, phát hành cho chi tiêu dần được hạn chế.

Đến cuối năm 1953, tỷ trọng tiền phát hành cho chi tiêu ngân sách nhà nước từ 99,4% giảm xuống chỉ còn 1,8% trong tổng số tiền phát hành, ngược lại tỷ trọng phát hành cho tín dụng từ 0,6% năm 1951 tăng lên 30,6% năm 1952 và cuối năm 1953 là 89,2% (năm 1954 phát hành cho chi tiêu tài chính lại tăng lên do nhu cầu đặc biệt, cấp bách của thời điểm giành thắng lợi cuối cùng của cuộc kháng chiến).

Nhờ sự phối hợp chặt chẽ ngân hàng, tài chính và hoạt động mậu dịch nên tuy lượng tiền phát hành năm 1951 tăng 7 lần so với năm 1950, nhưng tiền phát ra lại được thu về qua thuế và qua mậu dịch. Đồng thời thuế nông nghiệp thu bằng thóc nên Nhà nước không phải mua ở thị trường như trước đây. Vì vậy, từ những tháng cuối năm 1951 trở đi mức độ tăng giá hàng đã có phần chậm lại. Tính chung, nếu năm 1951 vật giá tăng 4 lần so với năm 1950 thì đến năm 1953 chỉ tăng 1,15 lần so với năm 1952, “đã cố giữ mức giá không lên quá cao so với số giấy bạc đã phát hành thêm”.¹⁶

Phải mất 9 năm, cuộc kháng chiến chống thực dân Pháp mới kết thúc với chiến thắng Điện Biên Phủ lịch sử, ngày 7/5/1954. Cuộc chiến đấu giành độc lập và thống nhất đất nước còn kéo dài thêm 21 năm chống đế quốc Mỹ và nguy quyền. Nhưng độc lập kinh tế - tài chính đã luôn được giữ vững từ những ngày đầu tiên. Trong trận đấu cân não với các thế lực tài chính quốc tế đầy mưu mô, xảo quyệt, có thừa ngón đòn tiền tệ và hậu thuẫn quân sự, chiến thắng đã thuộc về dân tộc Việt Nam yêu chuộng tự do, bình đẳng và bác ái.

IMF định nghĩa độc lập tiền tệ là khả năng tự quyết của một quốc gia với chính sách tiền tệ của chính mình thay vì chấp nhận để mức cung

¹⁶Đảng Cộng sản Việt Nam: *Văn kiện Đảng toàn tập*, sdd, t. 14, tr. 85

tiền được xác định bởi các tác động từ thị trường ngoại hối trong nỗ lực duy trì mức tỷ giá cố định. Có lẽ phải mãi về sau này, vai trò của chính sách tiền tệ ổn định và cơ chế điều hành tỷ giá mới thực sự được đưa vào chương trình nghị sự của các nhà điều hành vĩ mô, trở thành đối tượng quan tâm của đông đảo người nghiên cứu kinh tế ở Việt Nam. Trong thời kỳ sơ khai của nền kinh tế dưới sự lãnh đạo của Nhà nước Việt Nam mới, giai đoạn 1945-1954, điểm nổi bật là ý thức, được xác định từ rất sớm, về vai trò của đồng tiền vững mạnh và giá trị của niềm tin trong cuộc đấu tranh tiền tệ - tài chính. Thắng lợi trên mặt trận tiền tệ đóng góp một phần rất quan trọng vào chiến thắng vẻ vang của 9 năm kháng chiến chống thực dân Pháp (1946-1954).

Trong những giai đoạn phát triển về sau của nền kinh tế Việt Nam, chúng ta sẽ còn gặp lại câu chuyện về tính độc lập của tiền tệ. Đó là vấn đề đôla hóa trong nền kinh tế, khi cách tính quy đổi và thanh toán giao dịch bằng USD trở nên phổ biến, làm nảy sinh nhiều vấn đề trong cơ chế điều hành tỷ giá.¹⁷

Độc lập tiền tệ còn tác động trực tiếp tới an ninh tài chính của các quốc gia. Với quy mô dự trữ vàng và ngoại tệ xấp xỉ 1.946 tỷ USD vào thời điểm đầu năm 2009, Trung Quốc được xem như một trụ cột mới của nền kinh tế thế giới đang chao đảo trong cơn bão tài chính - tiền tệ toàn cầu kéo dài từ năm 2007. Thế nhưng, với 70% số đó là các tài sản tài chính bằng USD, có thể thấy rõ Trung Quốc lo lắng thế nào cho sức khỏe của đồng USD.

Mối lo này được nhân đôi khi mà đồng Nhân dân tệ liên tục bị sức ép tăng giá so với USD; sự thay đổi mang ý nghĩa tài sản bằng USD của Trung Quốc sẽ giảm đi tỷ lệ tương ứng. Bởi vậy cũng không khó hiểu với nhận định của giới phân tích rằng, Trung Quốc đã “lên thuyền” cùng với đồng USD. Nếu chiếc thuyền USD này thủng, “thủy thủ” Trung Quốc sẽ phải cùng với Hoa Kỳ ra sức trám để tránh kết cục chìm thuyền. Trong một phát biểu trước báo giới đầu năm 2009, Thủ tướng Trung Quốc Ôn Gia Bảo rất thẳng thắn: *“Chúng tôi đã cho Hoa Kỳ vay một lượng tiền khổng lồ, vì thế tất nhiên chúng tôi lo lắng về sự an toàn của tài sản của chúng tôi. Trên thực tế, tôi có một vài quan ngại”*. Thủ tướng Trung Quốc cũng kêu gọi Chính phủ Hoa Kỳ “giữ vững sự tín nhiệm,

¹⁷Xem thêm về hiện tượng đôla hóa ở Việt Nam trong Chương 9

thực hiện các cam kết và đảm bảo an toàn tài sản”.

Trong tiến trình hội nhập mạnh mẽ vào nền kinh tế toàn cầu, nền kinh tế Việt Nam còn nhiều cân nhắc với giữ vững độc lập tiền tệ đặt trong bối cảnh các mối liên kết và tác động nhiều chiều của thương mại quốc tế, thu hút đầu tư nước ngoài, lạm phát, tăng trưởng kinh tế, sự ra đời thị trường các tài sản tài chính và nhiều yếu tố khác. Những nội dung này sẽ được bàn kỹ hơn trong các chương ở phần III của cuốn sách. Trong chương tiếp theo, chúng tôi sẽ cùng quý độc giả đi qua một thời kỳ dài 30 năm trở tìm kiếm mô hình phát triển phù hợp với hoàn cảnh thực tiễn Việt Nam.

Chương 4

Kinh tế Việt Nam thời kỳ 1955-1985

Kinh tế độc lập ở miền Bắc Việt Nam có thể kể từ sự kiện tiếp quản miền Bắc sau Hiệp định Genève ngày 22/7/1954. Bộ Chính trị có phiên họp từ ngày 5 tới 7/9/1954 để đưa ra Nghị quyết đối với tình hình mới, nhiệm vụ mới trong hoàn cảnh lịch sử đặc biệt.

Ngay từ Nghị quyết này, quan điểm xuất phát có nhiều khía cạnh cởi mở, hấp dẫn một cách đáng ngạc nhiên, xét trên góc độ cấu trúc các thành phần kinh tế được thừa nhận, đầu tư của tư bản nước ngoài được khuyến khích. Chủ trương này được nhắc lại trong giai đoạn Đổi Mới toàn diện khởi xướng năm 1986 tại Đại hội Đảng VI.

Nghị quyết quan trọng đầu tiên về kinh tế miền Bắc thể hiện tinh thần cởi mở trong nhiều nội dung kinh tế. Nghị quyết có đoạn viết:

“...nhiệm vụ to lớn trong công tác kinh tế là hàn gắn những vết thương của chiến tranh, phục hồi kinh tế quốc dân, giảm bớt những khó khăn về đời sống của nhân dân, phát triển kinh tế một cách có kế hoạch và làm từng bước...

...Công thương nghiệp tư nhân nhất luật được bảo hộ. Đối với công thương nghiệp của địa chủ cũng nhất loạt không đụng đến. Phạm là công thương nghiệp có lợi cho quốc kế dân sinh đều được khuyến khích phục hồi và phát triển, ...hết thảy đều nhằm mục đích phát triển sản xuất, phồn thịnh kinh tế. Đối với công thương nghiệp của Pháp kiều,

...ta không tịch thu, cũng không bài trừ hoặc tiếp quản. Ta cần thi hành lời hứa thừa nhận quyền lợi kinh tế của Pháp ở Việt Nam. ...kinh tế quốc doanh cần chiếm một vị trí nhất định theo nguyên tắc có thể và cần thiết, để phát triển một cách có kế hoạch, theo từng bước...

...từ mức độ phát triển công nghiệp hiện có, ta cần nâng cao dần dần từng bước một mức độ đó... Bây giờ đặt ngay kế hoạch kiến thiết công nghiệp đại quy mô và với tốc độ thật nhanh thì sẽ không thể thực hiện được”.¹

Những tư tưởng này rất thoáng ở thời kỳ mới giành lại độc lập ở miền Bắc. Tuy nhiên, vì nhiều lý do chính trị, quân sự và kinh tế lúc đó, nỗ lực cải cách đã không được tiếp tục. Về sau, những tư tưởng cơ bản này được phản ánh rõ nét trong thời kỳ Đổi Mới kể từ năm 1986.

Việc tiếp quản và xây dựng kinh tế ở miền Bắc, trong bối cảnh vừa chấm dứt chiến tranh rõ ràng đầy thử thách. Nguyên vấn đề tập huấn cho cán bộ tiếp quản đã rất phức tạp trong điều kiện khó khăn. Với thương nghiệp là nắm bắt thông tin, quản lý về hàng hóa, giá cả, kho, chợ và tổ chức thị trường, chính sách mới, v.v.. Với công nghiệp thì phải nắm vững thông tin và vận hành xí nghiệp công nghiệp, nhân lực lao động, quản lý, tài chính, đảm bảo kỹ thuật, máy móc phụ tùng, nguyên nhiên vật liệu, v.v.. Chỉ riêng việc chuẩn bị các bộ máy quản lý để tiếp quản hoạt động đã đặt ra đầy thách thức. Tuy nhiên theo đánh giá chung thì trong giai đoạn này, việc tiếp quản đã được chuẩn bị rất tốt cả về lực lượng và chủ trương.²

Bước tiếp theo, Nhà nước Việt Nam Dân chủ Cộng hòa ở miền Bắc cũng chủ trương bình thường hóa quan hệ Nam - Bắc, lúc đó phân ranh giới tạm thời chia cắt ở vĩ tuyến 17, theo Hiệp định Genève, bằng Điều lệ tạm thời số 513/TTg ngày 16/4/1955 của Thủ tướng Chính phủ. Điều lệ này nói rằng tất cả các loại hàng sản xuất ở miền Bắc hay miền Nam đều được trao đổi buôn bán mà không phải đóng thuế xuất nhập khẩu.

Ngày 6/10/1954, Thủ tướng Chính phủ ban hành thể lệ tạm thời về quản lý ngoại hối. Nhà nước quy định trên lãnh thổ miền Bắc chỉ thừa nhận một đồng tiền chính thức là tiền do Ngân hàng Quốc gia Việt Nam

¹ Đảng Cộng sản Việt Nam. *Văn kiện Đảng toàn tập*. Nxb. Chính trị quốc gia, Hà Nội, 2001, t. 15, tr. 288-296.

² sdd, [71], tr. 30-36.

phát hành. Tuy nhiên, do thời hạn tiếp quản và bàn giao (kể cả tập kết, di cư) trong vòng 300 ngày, nên giấy bạc Ngân hàng Đông Dương vẫn lưu hành tạm thời ở các vùng quân Pháp chưa rút hết. Khi quân Pháp rút, đồng Đông Dương sẽ không được tiếp tục sử dụng ở đó nữa, mà phải đổi ra đồng tiền Ngân hàng Quốc gia Việt Nam hợp pháp với hối suất 1 đồng Đông Dương ăn 30 đồng Ngân hàng Quốc gia Việt Nam.

Thời kỳ tồn tại song song hai đồng tiền (tới 13/5/1955) cho thấy rõ chủ trương độc lập tiền tệ của Nhà nước Việt Nam Dân chủ Cộng hòa. Nhà nước cũng phối hợp với giới công thương khẩn trương nhập khẩu hàng hóa thiết yếu cho miền Bắc, lúc này đang thiếu thốn sau nhiều năm chiến tranh. Nhu cầu nhập khẩu chuẩn bị cho phục hồi kinh tế miền Bắc là máy móc, nguyên vật liệu, nhu yếu phẩm... chủ yếu qua cảng Hải Phòng. Nhập khẩu thanh toán bằng đồng Đông Dương, và khi cần thì không riêng gì giới công thương, mà cả Nhà nước cũng phối hợp trong việc cung ứng tiền cho việc này.

Để đảm bảo lương thực cho miền Bắc, thương nhân có thể nhập gạo từ miền Nam qua Hải Phòng đưa ra kinh doanh trên thị trường tự do ở miền Bắc. Ngân hàng Quốc gia Việt Nam đặt *Trạm ngoại hối* thu đổi tiền Đông Dương với người di cư và giới công thương cần mua hàng hóa từ Hải Phòng lên; một ở cảng Hải Phòng và đầu kia ở ga Hàng Cỏ. Thời kỳ này, mức độ tiền tệ hóa của nền kinh tế rất thấp, do việc sử dụng tiền tệ trong dân cư chỉ chiếm một tỷ lệ nhỏ trong tổng tiêu dùng. Lý do căn bản của hiện tượng này là khoảng thời gian dài kháng chiến, chia cắt các vùng đất, và đời sống kinh tế nói chung có tính chất dựa trên hiện vật, và phần nhiều theo mô hình tự cấp tự túc.

Một thông số minh họa là khi đổi tiền giấy bạc Cự Hồ (đồng tiền Ngân hàng Quốc gia Việt Nam) trở lại tiền Đông Dương cho người dân nắm giữ giấy bạc kháng chiến, theo quy định tại Genève, thì tới 10/1/1955, các vùng kháng chiến Nam Bộ đổi xong cho toàn bộ dân tổng cộng 1.428 triệu đồng và kho bạc các cơ quan nhà nước 392 triệu đồng, như vậy tổng số là 1.820 triệu đồng. Khi đổi, theo hối suất, 1 đồng Đông Dương ăn 40 đồng giấy bạc Cự Hồ. Với dân số vùng kháng chiến 1,5 triệu người lúc đó, thì bình quân tiền mặt lưu thông trong nền kinh tế lúc đó chỉ tương đương 250 đồng Đông Dương trên một đầu người, một con số cho thấy mức tiền tệ hóa rất thấp của một khu vực địa lý

rộng lớn.

Chúng ta cũng đã đề cập tới nhu cầu thương mại lớn, cho nên từ năm 1955, Bộ Công thương và Ngân hàng Quốc gia Việt Nam đã chủ trương tạo điều kiện cho quan hệ kinh tế giữa nhân dân hai miền Bắc - Nam, đặc biệt là quan hệ buôn bán. Sự chủ động này đã đem lại kết quả thương mại đáng khích lệ giữa hai miền trong giai đoạn 1955-1958, xem bảng 4.1.

Bảng 4.1: Xuất, nhập hàng hóa của miền Bắc giai đoạn 1955-1958

	Miền Bắc xuất	Miền Bắc nhập
1955	2047,4	2168,6
1956	327,5	339,5
1957	583,1	756,9
1958	98,2	118,8

Nguồn: Báo cáo Bộ Nội thương năm 1959

Đơn vị: triệu đồng miền Bắc (cũ).

Sau năm 1958, thương mại hai miền coi như không còn tồn tại cho tới mãi sau này, do chính quyền Sài Gòn cấm đoán hoàn toàn thương mại với miền Bắc, bắt giam thương nhân miền Bắc vào Nam buôn bán, tịch thu tài sản của thương nhân miền Nam buôn bán ở miền Bắc. Sự cấm đoán này chấm dứt đà phát triển thương mại hai miền, làm hạn chế phát triển kinh tế của Việt Nam nói chung.

4.1 Bức tranh kinh tế Việt Nam 20 năm chiến tranh

Bức tranh kinh tế Việt Nam trong khoảng thời gian 1955-1975 in đậm dấu ấn của 20 năm chiến tranh. Tại miền Bắc Việt Nam, nhận thức về thế giới của đông đảo dân cư được phân định thành hai cực rõ ràng. Một bên là hệ thống các nước xã hội chủ nghĩa mà đại diện là Liên Xô, Trung Quốc, Cuba... cùng tình bạn, tình đồng chí, và các cử chỉ giúp đỡ chí tình cả tinh thần lẫn vật chất. Hình ảnh đi liền với chủ nghĩa xã hội là công bằng xã hội, kinh tế vững vàng, khoa học và văn hóa phát triển,

tương lai tươi sáng. Bên kia là hệ thống các nước tư bản chủ nghĩa. Với cách nhìn nhận về thế giới như vậy, quyết tâm xây dựng thành công mô hình kinh tế xã hội chủ nghĩa ở miền Bắc phù hợp với mục tiêu độc lập, tự do và hạnh phúc cho dân tộc Việt Nam.

4.1.1 Những thành tựu đầu tiên

Năm 1955, dân số nước Việt Nam Dân chủ Cộng hòa là 13,5 triệu người, trong đó dân số Hà Nội 500.000 và dân số Hải Phòng 180.000. 85% dân cư là nông dân.

Trong giai đoạn đầu này, hệ thống hợp tác xã cung tiêu có vai trò rất quan trọng, với số lượng tăng nhanh từ 36 hợp tác xã năm 1955, lên 136 hợp tác xã vào năm 1956, bên cạnh hợp tác xã nông nghiệp, tín dụng và sản xuất tiểu thủ công nghiệp. Đây là một đặc trưng của kinh tế tiểu thủ công nghiệp - nông nghiệp. Khả năng cung ứng của 136 hợp tác xã cung tiêu năm 1956 có khả năng phục vụ khoảng 4 triệu người dân, tức là đáp ứng khoảng 30% nhu cầu phân phối hàng hóa của xã hội.

Cấu trúc sở hữu công nghiệp theo khu vực đã dịch chuyển từ 18 cơ sở công nghiệp quốc doanh và 72 cơ sở phi quốc doanh (bao gồm cả sở hữu hợp tác xã, tư nhân vừa và lớn, tư nhân nhỏ) vào năm 1955 sang sự chủ đạo của công nghiệp quốc doanh năm 1956, với 130 xí nghiệp, nhà máy quốc doanh, 20 hợp tác xã, 40 xí nghiệp tư nhân vừa trở lên và 128 cơ sở nhỏ của tư nhân.

Theo cơ cấu này, sản lượng công nghiệp quốc doanh tăng tỷ trọng đóng góp từ 20% (năm 1955) lên xấp xỉ 40% (năm 1956), nhờ vào việc 98% sản lượng công nghiệp được sinh ra từ nguồn đầu tư hiện đại và quy mô lớn thuộc sở hữu quốc doanh. Các xưởng sản xuất tiểu thủ công nghiệp đại đa số vẫn thuộc sở hữu tư nhân, với số lượng tăng từ 24.000 cơ sở năm 1954 lên 53.000 cơ sở năm 1955, và gần 60.000 cơ sở năm 1956, tạo công ăn việc làm cho khoảng 500.000 người lao động, trong đó riêng ở Hà Nội có khoảng 150.000 người.³

Giai đoạn 1957-1958, Quốc hội phân bổ 42,5% tổng chi tiêu nhà nước cho đầu tư phục hồi và phát triển kinh tế sau chiến tranh, so với 21% cho quốc phòng, 11,9% cho y tế, giáo dục và phúc lợi công cộng, và 10,4%

³Theo Shabad, 1958, [97]

cho chi tiêu hành chính chính phủ, với ngân sách 856 tỷ đồng. Như vậy, đầu tư tái thiết kinh tế vào khoảng 364 tỷ đồng.

Nền kinh tế miền Bắc lúc này còn nhận được viện trợ từ Trung Quốc và Liên Xô (cũ). Cuối năm 1955, Trung Quốc viện trợ 800 triệu nhân dân tệ (tương đương 325 triệu USD lúc đó) để thiết kế và trang bị cho các cơ sở công nghiệp quốc doanh, phục hồi đường sắt, quốc lộ, hệ thống bưu điện, kèm theo kinh phí cho nhiều chuyên gia làm việc trong chương trình phục hồi kinh tế. Ngoài khôi phục các cơ sở công nghiệp như Dệt Nam Định, nhà máy diêm, các nhà máy da... một phần viện trợ tài chính được sử dụng để nhập khẩu thiết bị công nghiệp và hàng hóa tiêu dùng thiết yếu từ Trung Quốc, và kinh phí đào tạo lưu học sinh tại các trường đại học và trường nghề tại Trung Quốc.

Cũng cuối năm 1955, Liên Xô viện trợ 400 triệu rúp (tương đương 100 triệu USD lúc đó) cho miền Bắc với các nội dung chi tiêu tương tự cho phục hồi và phát triển công nghiệp. Bên cạnh đó khoảng 200 triệu rúp khác được viện trợ cho nhập khẩu hàng hóa - vật tư, qua giao dịch đổi hàng của Liên Xô với các quốc gia có hàng hóa xuất khẩu. Số viện trợ này quy đổi ra 170.000 tấn gạo (từ Myanmar), 9 triệu mét vải bông, 1.900 tấn sợi bông, 5.000 tấn bông nguyên liệu, 50.200 tấn xăng, dầu hỏa và các chế phẩm dầu mỏ khác, 26.000 tấn phân bón hóa chất, dược phẩm (khoảng 360.000 rúp), xe tải và phụ tùng (31 triệu rúp) và các loại máy móc dụng cụ, khai khoáng (khoảng 22 triệu rúp) v.v..

Giai đoạn 1955-1957 cũng chứng kiến nhiều hiệp định ngoại thương lần lượt ký với Trung Quốc, Liên Xô (cũ), Cộng hòa dân chủ Đức, Ba Lan, Hungary, Rumani, Bungari và Mông Cổ. Bên cạnh đó, Việt Nam cũng có một phần quan hệ ngoại thương, chiếm khoảng 25% tổng kim ngạch, với các nước và vùng lãnh thổ không thuộc khối xã hội chủ nghĩa, bao gồm Pháp, Nhật Bản, Hồng Kông, Cộng hòa liên bang Đức, Áo và Ai Cập.

4.1.2 Hội nghị Trung ương tháng 12/1956

Sau hơn một năm tiếp quản miền Bắc và tiến hành khôi phục nền kinh tế, Hội nghị Trung ương lần thứ 11, tổ chức vào tháng 12/1956, tập trung bàn riêng về chuyên đề kinh tế - tài chính. Bên cạnh việc kiểm

điểm những sai lầm, thiếu sót là xác định chủ trương cho giai đoạn tiếp theo. Hội nghị này ít được biết đến, một phần có thể vì cũng chỉ mới được công bố năm 2002 trong *Văn kiện Đảng toàn tập*.⁴ Tuy vậy, ở đầu thế kỷ XXI, chúng ta vẫn có thể nhận thấy các nội dung của Hội nghị này có tầm quan trọng đáng kể tới mức nào.

Trước tiên, nhiều nội dung của Hội nghị phê phán một số lệch lạc trong quan niệm và sự hấp tấp trong quản lý kinh tế, tổ chức đời sống xã hội. Các biểu hiện duy ý chí kinh tế một cách phi lý, phân biệt đối xử, kỳ thị kinh tế dân doanh, nôn nóng công nghiệp hóa... đã bị phê phán. Tình trạng lãng phí và đầu tư kém hiệu quả cũng được mổ xẻ.

“Trong lĩnh vực phát triển công nghiệp, ta đã chủ quan, nôn nóng, muốn công nghiệp hóa nhanh chóng... chủ trương xây dựng 40 cơ sở trong một năm, rút cuộc không thực hiện được, phải hoãn tới 22 cơ sở... Trong số nhà máy phải hoãn lại, có một số ta đã ký hợp đồng nhập thiết bị của các nước bạn, nên vẫn phải dành một số tiền viện trợ để trả. Một số máy móc bạn đã gửi sang, ta chưa dùng đến, phải bỏ hàng trăm triệu để làm kho bảo quản. Do đó mà đã ảnh hưởng đến việc sử dụng vốn để mua nguyên liệu và hàng tiêu dùng cần thiết trước mắt...”⁵

Các tư tưởng kinh tế cũng được làm rõ cho giai đoạn tiếp theo, cùng với chủ trương và biện pháp bao gồm phát triển kinh tế nhiều thành phần, đẩy mạnh nông nghiệp, hỗ trợ phát triển tiểu thủ công nghiệp, điều tiết phát triển quốc doanh hợp lý và thiết thực. Nội dung của Hội nghị nhấn mạnh rằng kinh tế quốc doanh cần có quy mô kinh tế hợp lý dựa trên hiệu quả kinh tế, chứ không căn cứ vào tỉ lệ cao thấp trong nền kinh tế. Thực ra, việc đánh giá không đúng ảnh hưởng và vai trò của khu vực kinh tế tư nhân đã được chỉ ra là nguyên nhân gây khan hiếm nhiều hàng hóa tiêu dùng từ năm 1956; và sau 30 năm, lại phải có những đánh giá kinh tế tương tự.

Ngay từ năm 1956, chính sách với kinh tế tư nhân đã được xem là vấn đề cần quan tâm bậc nhất vì vị trí quan trọng của khu vực kinh tế này đang đóng góp cho nền kinh tế quốc dân, thông qua các hoạt động sản xuất và thương mại, với 55% tổng sản lượng công nghiệp và 58%

⁴sdd, [71], tr. 91-93

⁵Đảng Cộng sản Việt Nam: *Văn kiện Đảng toàn tập*, Nxb. Chính trị quốc gia, Hà Nội, 2002, t.17, tr. 678-679

tổng giá trị bán lẻ. Thủ tướng Phạm Văn Đồng khi đó đã chỉ rõ khuyết điểm của nhiều cán bộ ở miền Bắc có tâm lý hạn chế sự mở mang làm ăn của tư sản công thương. Ông cũng nhấn mạnh việc thiếu trình độ quản lý, thiếu kinh nghiệm và nhân lực, lại ôm giữ quá nhiều việc nên dễ đi tới chỗ lãng phí, tham ô và quan liêu. Chính sách kinh tế của giai đoạn này chủ trương mềm dẻo hóa và tập hợp rộng rãi sức sản xuất - kinh doanh của công thương gia phi quốc doanh nhằm tận dụng vốn và kinh nghiệm phục vụ mục tiêu kinh tế chung.

Nhờ quan điểm kinh tế cởi mở, từ cuối 1956 tới giữa 1957 nền kinh tế Việt Nam vận hành trong không khí phấn khởi, đời sống vật chất và tinh thần được cải thiện. Tình trạng khan hiếm hàng hóa thiết yếu đã giảm đáng kể, mặc dù thời gian ra khỏi chiến tranh chưa đầy 2 năm.

4.1.3 Sự trầm lắng sau năm 1958 và Đại hội Đảng III

Tuy vậy, chỉ chưa đầy 2 năm sau Hội nghị Trung ương lần thứ 11, các diễn biến chính trị - xã hội đã chặn mất đà tăng trưởng. Tại các Hội nghị Trung ương lần thứ 14 (tháng 11/1958) và lần thứ 16 (tháng 4/1959) Nhà nước lại sớm quyết định hợp tác hóa nông nghiệp, cải tạo nhanh tư bản công thương và xóa bỏ thị trường tự do. Quyết định này khác hoàn toàn với chủ trương của Hội nghị Trung ương lần thứ 11 như đã trình bày ở phần trên.

Đại hội Đảng III họp vào tháng 9/1960 là sự kiện chính trị quan trọng bậc nhất thời kỳ 1955-1975, với nội dung đề cập tới mọi lĩnh vực kinh tế, chính trị, văn hóa, xã hội, y tế, giáo dục... Kế hoạch 5 năm lần thứ nhất 1961-1965 được thông qua, mở đầu cho giai đoạn xác định con đường xây dựng kinh tế xã hội chủ nghĩa ở miền Bắc.

Suốt 15 năm sau đó, do hoàn cảnh chiến tranh, không tổ chức được kỳ Đại hội nào, mà do Hội nghị Trung ương xem xét và đề ra những vấn đề kinh tế lớn, mang tính định hướng. Việc hoạch định và điều hành thực hiện do Bộ Chính trị, Ban Bí thư và Chính phủ chịu trách nhiệm.

Tháng 12/1964, Hội nghị Trung ương lần thứ 10 tập trung bàn về công tác thương nghiệp và giá cả; hoạch định các chính sách, biện pháp phân phối, lưu thông và giá cả. Nghị quyết của Hội nghị Trung ương lần thứ 10 xác định mô thức của hệ thống thương nghiệp - giá cả trong

điều kiện chiến tranh, còn được duy trì mãi tới sau này và là một phần trọng yếu của cơ chế kế hoạch hóa tập trung quan liêu, bao cấp.

Tháng 4/1972, Hội nghị Trung ương lần thứ 20 bàn về những vấn đề khó khăn vấp phải sau nhiều năm thử nghiệm mô hình kinh tế mà Đại hội III đã đề ra. Việt Nam đã loay hoay với mô hình này, từ xác định nguyên nhân cơ sở vật chất - kỹ thuật yếu kém, sang phong trào xây dựng ý thức làm chủ, nâng cao trình độ cán bộ... nhưng cũng không cho thấy chuyển biến có hiệu quả nền kinh tế - xã hội. Cuối cùng, nguyên nhân được chẩn đoán lại là chính ở nội dung mô hình kinh tế. Các biểu hiện bên ngoài không phải là nguyên nhân sâu xa trong một thời gian dài đã làm chệch hướng các nỗ lực cải thiện tình hình phát triển kinh tế một cách cơ bản.

4.1.4 Mô hình kinh tế nào cho Việt Nam?

Xác định vấn đề cốt lõi chính là ở mô hình kinh tế đang áp dụng, nên ngay từ thập kỷ 1960, lãnh đạo Đảng và Chính phủ luôn tìm kiếm con đường phát triển kinh tế thích hợp cho Việt Nam. Tuy nhiên, trong một sớm một chiều, tư duy kinh tế chưa thể vượt ra ngoài khuôn khổ của mô hình mà Đại hội III đã đề ra. Trăn trở lớn nhất của thời kỳ này là *“làm sao để tối ưu hóa mô hình kinh tế cho Việt Nam?”*⁶ Có thể hiểu rằng, đó là tiếp tục phát triển theo mô hình cũ với những điều chỉnh mới, hợp lý hơn.

Từ đó, những câu hỏi được đặt ra để trao đổi và bàn bạc giữa lãnh đạo Đảng và Chính phủ với đội ngũ chuyên gia, tham mưu xoay quanh các câu hỏi chia nhỏ vấn đề. Mô hình kinh tế này [mô hình của Đại hội III] đã hoàn hảo chưa? Vì đâu cỗ máy kinh tế còn tồn tại nhiều ách tắc trong vận hành? Chứng mực nào là do hoàn cảnh chiến tranh? Chứng mực nào là do trình độ cán bộ? Chứng mực nào do điều kiện vật chất-kỹ thuật? Chứng mực nào là do tự thân cơ chế kinh tế? Nếu kết luận nguyên nhân là do cơ chế thì vướng ở đâu và gỡ thế nào?...

Nhiều quan điểm và giải pháp cải cách kinh tế được đề xuất và trình bày. Một số được chấp nhận và thực thi, một số khác phải đợi tới nhiều năm sau mới được đưa vào thực tế. Trong khuôn khổ của cuốn sách

⁶sdd, 2002:[71]

này, chúng tôi chỉ tóm lược những phát hiện mà sau này, nhìn nhận từ góc độ lịch sử kinh tế của năm 2008, mức độ ảnh hưởng của chúng là đáng kể.⁷

Về tự do giá cả

Đây là ý kiến được ông Nguyễn Duy Kỳ, lúc đó giữ chức vụ Trưởng ban Thương nghiệp và Giá cả, Viện Kinh tế học, đề xuất đầu tiên trong việc tính lại giá thu mua lúa theo quy định của Nhà nước. Theo cách tính mới, trong các điều kiện sản xuất và sinh hoạt khác nhau tại các địa phương, giá thành lúa cần có sự chênh lệch. Phương pháp này nếu được áp dụng sẽ tạo điều kiện để giá cả thực hiện các chức năng cơ bản là truyền dẫn thông tin và thúc đẩy tìm kiếm phương thức sản xuất hiệu quả nhất. Tuy vậy, phải mất nhiều thập kỷ sau, Nhà nước mới áp dụng hình thức tính giá này sau rất nhiều kết quả của các biện pháp kinh tế “phá rào”.

Về sự cần thiết của cải cách kinh tế

Ông Trần Phương, khi đó đảm nhiệm vị trí Viện trưởng Viện Kinh tế học, vào năm 1965 đã nhìn nhận những yếu tố hợp lý trong cải cách kinh tế ở Liên Xô và xem đó như bài học cho Việt Nam trong quyết tâm cải thiện đời sống kinh tế. Dù ý kiến này là thiểu số nhưng được Tổng Bí thư Lê Duẩn đồng tình nên đã được chấp nhận trong đường lối kinh tế của Đảng và Nhà nước. Công nhận yêu cầu khách quan của cải cách là bước đột phá quan trọng về tư duy kinh tế. Nhu cầu thay đổi suy nghĩ quản lý kinh tế trước tiên phải được xác nhận, rồi từ đó, các nỗ lực nghiên cứu và tìm tòi mới tập trung vào các góc nhìn kinh tế mới.

Mô hình khoán trong nông nghiệp

Mô hình khoán áp dụng tại Vĩnh Phúc là bước đột phá lớn của thời kỳ xây dựng kinh tế xã hội chủ nghĩa ở miền Bắc. Người đưa ra chủ trương này Bí thư Tỉnh ủy Kim Ngọc. Về nguyên lý kinh tế, mô hình khoán ghi nhận động lực lợi ích kinh tế cá nhân và trao quyền tự do lựa chọn phương án sản xuất nông nghiệp cho người nông dân. Việc áp dụng khoán trong toàn tỉnh Vĩnh Phúc năm 1966 đã mang lại nhiều kết quả kinh tế khả quan, hiệu suất canh tác và đời sống nông dân được cải thiện. Nhưng trong không gian lịch sử của hệ tư tưởng thời đó, khái niệm *khoán* bị xem là đi ngược chiều với con đường xây dựng chủ nghĩa

⁷Xem chi tiết tại Đặng Phong, 2005: [71], tr.106-108

xã hội. Đến năm 1968, chế độ khoán ở Vĩnh Phúc bị đình chỉ. Dẫu vậy, cơ chế này vẫn âm thầm tồn tại không chỉ ở Vĩnh Phúc mà còn lan rộng sang các địa phương khác.

Khái niệm về đầu tư

Mãi cho tới khi những chính sách Đổi Mới kinh tế được thực thi từ sau năm 1986, khái niệm đầu tư vốn bằng tiền mới được thừa nhận và áp dụng rộng rãi ở Việt Nam. Tới năm 2000, đầu tư vốn được nâng lên một tầm cao mới với sự ra đời của thị trường chứng khoán. Vào năm 2008, việc lựa chọn các tài sản tài chính trở thành một phần của quản lý danh mục tài sản cá nhân. Thế nhưng, khái niệm dùng quỹ ngoại tệ của Nhà nước đưa vào kinh doanh dưới hình thức đầu tư ở nước ngoài để sinh lợi thực sự là một ý tưởng táo bạo vào năm 1971. Trong phương án trình lên Cục Ngoại hối và sau đó là lãnh đạo Ngân hàng Nhà nước của Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam, hướng hoạt động mới được trình bày là “vay vốn của các công ty nước ngoài để tổ chức sản xuất trong nước, lấy hàng xuất khẩu để trả nợ gốc, món ngoại tệ dôi ra sẽ được dùng để đầu tư phát triển sản xuất.” Phương án này sau khi báo cáo lên đã không được thực hiện.

Xuất khẩu tiểu ngạch

Trong hệ thống kinh tế kế hoạch hóa tập trung, hoạt động ngoại thương là độc quyền của Nhà nước trung ương. Do vậy, Nghị quyết 33 của Hà Tây năm 1970 với chủ trương “...*tăng nguồn hàng xuất khẩu ngoài kế hoạch Trung ương giao, đổi thêm phân đạm phục vụ nông nghiệp...*” là chuyện tày đình. Hà Tây được đặc cách vì sản xuất lúa là vấn đề chiến lược, trong khi đó, nguồn cung ứng phân đạm của Trung ương đáp ứng chỉ $\frac{1}{3}$ nhu cầu. Xuất khẩu tiểu ngạch để tự nhập phân đạm ở Hà Tây là bước đột phá đầu tiên của cơ chế ngoại thương. 10 năm sau, cách làm này trở thành nội dung của Nghị quyết 46/CP của Chính phủ.

Nhìn chung, tư duy kinh tế trong 20 năm này coi trọng kế hoạch quản lý và điều phối nguồn lực, sản phẩm vật chất xã hội của Nhà nước trung ương. Sản xuất quy mô lớn được đề cao. Nhà nước xác định vai trò chăm lo đời sống của nhân dân. Hoạt động của thị trường bị loại bỏ.

Tổng Bí thư Lê Duẩn phát biểu tại cuộc họp Ban Bí thư ngày 29/5/1967: *Phải xóa bỏ thị trường tự do về lương thực, Nhà nước phải phụ trách cung cấp thêm cho một số người trước kia vẫn phải mua gạo ở*

thị trường tự do. Nhà nước cung cấp lương thực cho họ. Nhà nước phải sử dụng lao động của họ, tổ chức sản xuất ra thêm nhiều sản phẩm cho xã hội... Ta nên cương quyết xóa bỏ thị trường tự do về lương thực. Ta bán thêm ra 10 vạn tấn gạo, nhưng xóa bỏ thị trường tự do cho thật tốt, cho có kết quả, thì sẽ tiết kiệm được nhiều chứ không phải lãng phí lương thực đâu. Chính vì đời sống nhân dân mà ta xóa bỏ thị trường tự do về lương thực...

Tham mưu và đóng góp ý kiến cho lãnh đạo Đảng, Nhà nước về giải pháp hoàn thiện mô hình kinh tế cho Việt Nam là nhiệm vụ trọng tâm của đội ngũ nghiên cứu kinh tế. Lực lượng nghiên cứu đầu tiên hình thành trong kháng chiến chống thực dân Pháp là Ban Kinh tế Chính phủ với tờ *Tập san Kinh tế*. Tới năm 1959, phần lớn cán bộ của Ban Kinh tế Chính phủ được chuyển sang Ủy ban Khoa học Nhà nước. Sau đó, Viện Kinh tế học được Phủ Thủ tướng quyết định thành lập vào ngày 6/2/1960 theo mô hình Viện Hàn lâm Khoa học Liên Xô. Viện xuất bản công khai tạp chí chuyên ngành kinh tế học đầu tiên tại Việt Nam có tên gọi *Nghiên cứu kinh tế*. Cùng tham gia công tác tham mưu và lý luận các vấn đề kinh tế còn có các ban của Đảng. Trong đó, Ban Kinh tế Trung ương nghiên cứu đường lối kinh tế chung. Các lĩnh vực kinh tế cụ thể là đối tượng làm việc của các Ban Công nghiệp, Nông nghiệp, Tài mậu... Năm 1964, một nhóm nghiên cứu được thành lập, tập trung tìm kiếm giải pháp tháo gỡ nút thắt trong khâu quản lý, gọi tên là *Tổ Nghiên cứu cải tiến quản lý kinh tế*.

4.2 Hệ thống tài chính

Đặc trưng nổi bật của hệ thống ngân hàng - tài chính trong cơ chế kinh tế kế hoạch hóa tập trung là hệ thống ngân hàng một cấp (hình 4.1). Phần nội dung tiếp theo xem xét sự tồn tại của hệ thống này trong một thời kỳ dài 20 năm.

4.2.1 Hệ thống ngân hàng một cấp

Trước năm 1986, Ngân hàng Quốc gia Việt Nam hoạt động vừa như một ngân hàng phát hành tiền tệ, chịu trách nhiệm soạn thảo và thực

hiện kế hoạch điều hòa lưu thông; vừa đóng vai trò ngân hàng thương mại với các chi nhánh ở địa phương từ cấp tỉnh tới cấp huyện. Các ngân hàng chuyên biệt như Ngân hàng Ngoại thương hay Quỹ tiết kiệm đều hoạt động dưới sự kiểm soát của Ngân hàng Quốc gia.

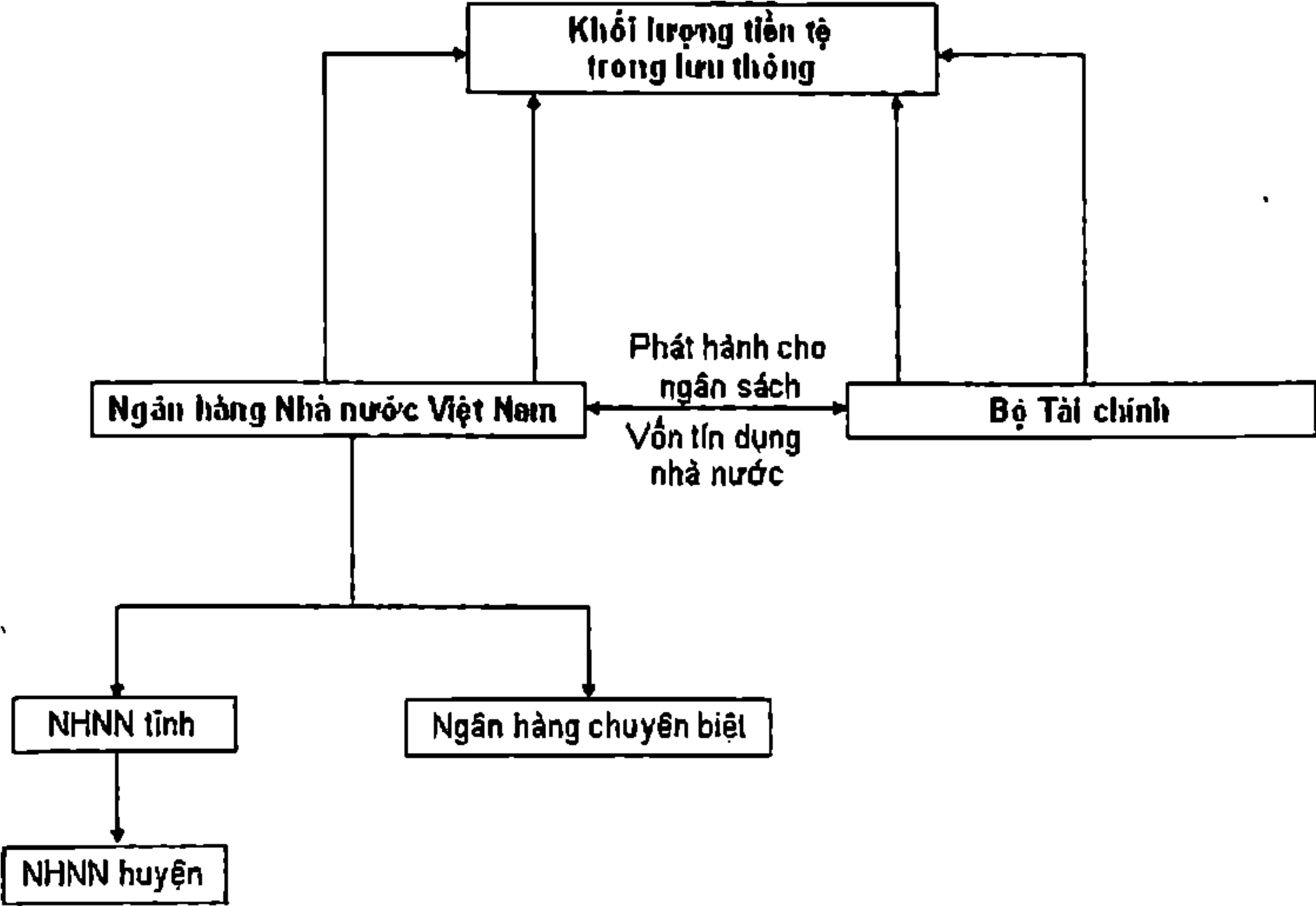
Cơ chế hoạt động của ngân hàng là hành chính tập trung, điều hành theo các chỉ tiêu pháp lệnh được giao từ trên xuống. Chính phủ can thiệp trực tiếp vào hoạt động của ngân hàng, quyết định việc phát hành và cung ứng tiền mặt, cũng như hoạt động tín dụng. Trên thực tế, Ngân hàng Quốc gia Việt Nam làm một phần chức năng của tài chính và hoạt động như một cơ quan tài chính thứ hai của Chính phủ. Ngân hàng được giao nhiệm vụ quản lý ngân sách, giám sát thu chi và phát hành cho nhu cầu chi tiêu của Nhà nước. Đồng thời, ngân hàng tham gia một phần vào phân phối nguồn vốn từ ngân sách thông qua tín dụng có tính bao cấp. Trong thời kỳ này, cả Ngân hàng Quốc gia Việt Nam và Bộ Tài chính đều có ảnh hưởng trực tiếp đến khối lượng lưu thông tiền tệ trong nền kinh tế.

Ngày 21/1/1960, Ngân hàng Quốc gia Việt Nam đổi tên thành Ngân hàng Nhà nước Việt Nam.

Nguồn vốn tín dụng và khối lượng tiền tệ trong lưu thông tăng nhanh, chủ yếu dựa vào phát hành tiền. Nhưng tiền tệ lại tương đối ổn định nhờ nguồn viện trợ nước ngoài chiếm tỷ trọng đáng kể trong tổng thu ngân sách. Mức viện trợ ở giai đoạn thấp nhất (1961-1965) là 28,6%, và cao nhất trong những năm 1966-1970, lên tới 66,5%.

4.2.2 Đổi tiền năm 1959

Sau khi quân Pháp hoàn toàn rút khỏi miền Bắc, độc lập tiền tệ được khẳng định với Sắc lệnh 15 của Chủ tịch nước cho phép Ngân hàng Quốc gia Việt Nam phát hành tiền mới. Ngày 28/2/1959, trên sóng phát thanh, Đài Tiếng nói Việt Nam công bố nội dung của Sắc lệnh. Đồng tiền cũ, ra mắt tháng 1/1946, được đổi thành tiền mới với tỷ lệ 1 đồng tiền ngân hàng mới bằng 1.000 đồng tiền đang lưu hành. Mức đổi ngay bằng tiền mặt cho mỗi hộ là 2 triệu đồng tiền đang lưu hành. Trên mức 2 triệu đồng, được nhận séc theo giá trị qui đổi ra tiền mới, có thể gửi vào Ngân hàng Quốc gia Việt Nam hoặc được rút dân ra để chi dùng



Hình 4.1: Hệ thống ngân hàng một cấp

cho kinh doanh theo chính sách kinh tế của Nhà nước hoặc chi dùng cá nhân.

Lần đổi tiền đầu tiên này mang ý nghĩa quản lý nhà nước về tiền tệ và phân bổ tài sản trong dân cư. Ở Hà Nội, các nhà tư sản công nghiệp chỉ chiếm 3,5% tổng số hộ nhưng chiếm tới 42,1% tổng số tiền đổi, xem bảng 4.2. Điều này phản ánh kết quả tích tụ tập trung vốn kinh doanh của họ. Vào thời điểm đổi tiền, đại đa số người dân còn nghèo, hiếm người cần đổi tới mức 2 triệu đồng. Vì vậy, những người có nhiều tiền, chủ yếu là các hộ công thương, nhờ người nghèo đổi hộ, hoặc đi mua hàng để tiêu bớt tiền. Trong thời khắc từ lúc công bố lệnh đổi tiền (9h sáng ngày 28/2/1959) cho tới khi chấm dứt đổi tiền (17h ngày 2/3/1959) giá cả tăng vọt.

Chính phủ hạn chế sử dụng tiền mặt trong lưu thông. Ngày 27/11/1955, Thủ tướng Chính phủ ra Thông tư 622/TTg qui định các cơ quan đoàn thể, xí nghiệp phải mở tài khoản tiền gửi và thanh toán tại các ngân hàng nhà nước. Tới ngày 7/3/1960, Chính phủ tiếp tục có Nghị

Bảng 4.2: Thống kê đối tiền các hộ công thương ở Hà Nội

	Số tiền/ hộ	% tổng số hộ	% tổng số tiền đổi
Chung các hộ tư sản	4.204	3,5	42,1
Tư sản công nghiệp	11.768	0,4	12,2
Tư sản thương nghiệp	3.950	1,9	21,4
Tư sản khác	2.273	1,2	7,9

Nguồn: sđd, Đặng Phong, [71], tr. 521

định 4/CP qui định rõ các nguyên tắc, chế độ thanh toán, các quyền và nghĩa vụ thanh toán của cơ quan nhà nước cũng như ngân hàng, các qui định về thể thức thanh toán mới, gồm: nhờ thu nhận trả, ủy nhiệm thu, ủy nhiệm chi, séc, séc bảo chi, séc định ngạch, thư tín dụng tài khoản đặc biệt, chuyển tiền thư, điện, thanh toán theo kế hoạch. Tất cả đều nhằm hạn chế và quản lý chặt chẽ lượng tiền mặt quay vòng trong nền kinh tế. Trong tổng số tiền chu chuyển qua ngân hàng, tỷ lệ thanh toán bằng chuyển khoản đã tăng từ 65,2% năm 1955 lên 85,7% năm 1960.⁸

Sau này Việt Nam còn thực hiện hai lần đổi tiền nữa. Một lần vào ngày 3/5/1978, sau khi đất nước thống nhất, phát hành các loại tiền mới của nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam, thu hồi các loại tiền cũ ở cả hai miền Nam và Bắc. Tỷ lệ qui đổi là 1 đồng tiền mới = 1 đồng tiền ngân hàng cũ miền Bắc = 0,8 đồng tiền ngân hàng cũ miền Nam.

Lần đổi tiền tiếp theo thực hiện ngày 14/9/1985, chủ yếu là do áp lực lạm phát và nằm trong lộ trình của chương trình cải cách giá - lương - tiền. Tỷ lệ quy đổi là một đồng tiền mới = 10 đồng tiền cũ.

4.2.3 Ngoại hối và vàng

Thời kỳ này, ngoại hối không được phép lưu hành trong nền kinh tế. Những người có ngoại hối phải đem đổi hoặc gửi tại Ngân hàng Quốc gia Việt Nam. Tiền gửi ngoại hối được cấp biên lai chứng nhận. Biên lai này không được lưu hành nhưng có thể đem bán cho Sở Giao dịch. Từ năm 1954 đến ngày 21/3/1956, Nhà nước còn cho phép các Sở Giao dịch tư doanh được làm đại lý chuyển tiền đối với người nước ngoài.

⁸sđd, Đặng Phong: [71], tr. 522

Các Sở Giao dịch này được hưởng một số lãi và chịu sự kiểm soát của Ngân hàng Quốc gia Việt Nam. Sau khi Thủ tướng Chính phủ ban hành Điều lệ số 70/TTg, Ngân hàng Quốc gia là cơ quan duy nhất được kinh doanh ngoại hối. Hoạt động của các Sở Giao dịch tư doanh chấm dứt.

Thời kỳ 1955-1957, việc sử dụng vàng bạc thay tiền để mua hàng hóa là bất hợp pháp mặc dù người dân vẫn được tự do dùng và giữ đồ trang sức bằng vàng bạc với số lượng không hạn chế. Tuy vậy, giao dịch bằng vàng vẫn diễn ra trong dân cư. Buôn bán lậu vàng bạc nằm ngoài kiểm soát của Nhà nước. Đến ngày 26/9/1959, Nhà nước quy định việc kê khai và cấp giấy chứng nhận giữ vàng cho nhân dân trên toàn miền Bắc.

Trong giao dịch quốc tế, phương thức thanh toán được phân chia theo hai khối khá rõ ràng. Với các nước xã hội chủ nghĩa, ban đầu là mậu dịch quốc doanh, hai bên đổi hàng hóa theo hiệp định thương mại đã ký kết. Ngân hàng hai bên mở tài khoản cho nhau, thanh toán theo phương thức bù trừ không hạn định số dư “có” và miễn lãi số dư “nợ” trong phạm vi mức qui định theo thỏa thuận.

Từ sau năm 1957, phương thức “trả tiền ngay” được áp dụng và thúc đẩy vốn của các công ty xuất nhập khẩu được luân chuyển nhanh chóng. Với các nước ngoài khối xã hội chủ nghĩa, giai đoạn đầu chỉ có quan hệ mua bán từng chuyến và thanh toán theo phương thức “hàng đổi hàng”. Về sau xuất hiện thêm phương thức “mở tài khoản thanh toán”.

Trong hoạt động ngoại thương với các nước xã hội chủ nghĩa, đặc biệt với Liên Xô (cũ), Việt Nam đồng thời áp dụng bao cấp tỷ giá. Giai đoạn 1955-1957, kim ngạch nhập khẩu từ khối xã hội chủ nghĩa luôn ở mức bình quân trên 90% tổng nhập khẩu vào Việt Nam. Đồng tiền tính toán giá trị nhập khẩu là rúp của Liên Xô. Tuy nhiên, tỷ giá đã được điều chỉnh giảm từ 735 VND xuống còn 308 VND/rúp. Do đó, hàng nhập khẩu vào Việt Nam trở nên rẻ hơn. Thêm nữa, tỷ trọng rất lớn hàng nhập khẩu đến từ Liên Xô đã được Liên Xô chủ động định giá thấp hơn mặt bằng giá thế giới, càng làm cho hàng nhập ngoại rẻ hơn. Điều này, một mặt tăng cường năng lực bao cấp của Nhà nước; mặt khác, bóp méo tính chất khan hiếm các nguồn lực ở Việt Nam và phản ánh sai lệch hiệu quả sản xuất. Đây cũng là nguyên nhân tạo nên tình trạng nhập siêu từ rất sớm trong lịch sử kinh tế Việt Nam trong giai đoạn 1955-1957.

Công tác quản lý ngoại hối, thanh toán và tín dụng quốc tế tiếp tục

được hoàn thiện với việc thành lập Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam theo Nghị định 115/CP ngày 30/10/1962. Nhiệm vụ của Ngân hàng này là kinh doanh ngoại hối, thanh toán quốc tế, cho vay ngoại thương, tham gia quản lý ngoại hối, góp phần bảo vệ tiền tệ và tài sản Nhà nước, tăng cường và mở rộng quan hệ kinh tế, chính trị và văn hóa với nước ngoài. Hai nhiệm vụ sau tương đối xa lạ với một tổ chức tín dụng. Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam có tư cách pháp nhân và có thể đặt các chi nhánh hoặc đại lý của mình trong và ngoài nước.

Với việc thành lập Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam, quan hệ thanh toán quốc tế được mở rộng với cả các quốc gia và vùng lãnh thổ chưa có quan hệ ngoại giao với Việt Nam như Nhật Bản, Hồng Kông, Australia, Áo, Anh, Thụy Sĩ v.v.. Tính đến năm 1964, hệ thống ngân hàng Việt Nam đã thiết lập quan hệ thanh toán với 265 ngân hàng tại 41 quốc gia. Trong giai đoạn Mỹ phong tỏa miền Bắc, với các phương thức thanh toán quốc tế linh hoạt, kết hợp bí mật và công khai, trực tiếp với gián tiếp, đội ngũ cán bộ ngân hàng không chỉ đảm bảo thanh toán thông suốt mà còn tạo thêm nguồn lãi ngoại tệ hàng chục triệu USD.

Thời kỳ 1955-1975, Việt Nam áp dụng chế độ đa tỷ giá. Tỷ giá chính thức (hay tỷ giá phi mậu dịch) được tính toán theo phương pháp ngang bằng sức mua trên cơ sở so sánh sức mua đồng tiền hai nước đối với một rổ hàng hóa và dịch vụ ở các thị trường chính của hai nước, và được xác định thông qua đàm phán giữa hai Chính phủ. Tỷ giá hối đoái vào năm 2008 cũng được xác định theo cách gần tương tự nhưng khác biệt ở cơ chế quản lý theo biên độ dao động.

Tỷ giá kết toán nội bộ được xác định trên cơ sở tỷ giá hàng xuất khẩu và dùng trong thanh toán xuất nhập khẩu giữa các đơn vị kinh tế với Nhà nước, vào thời kỳ đó, cũng chính là các cơ sở kinh tế thuộc sở hữu nhà nước. Qua tỷ giá này, Nhà nước thực hiện việc thu bù chênh lệch ngoại thương với các tổ chức kinh tế.

Ngoài ra, còn có thêm mô hình tỷ giá áp dụng cho các khoản tiền của kiều bào Việt Nam ở nước ngoài chuyển về cho gia đình gọi là tỷ giá kiều hối. Tỷ giá kiều hối thường được tính cao hơn tỷ giá chính thức nhằm thu hút nguồn kiều hối.

4.2.4 Hệ thống tín dụng và ngân sách nhà nước

Nguồn vốn của Ngân hàng Quốc gia Việt Nam, sau là Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, chủ yếu dựa vào giấy bạc phát hành. Thể lệ tiết kiệm và gửi tiền tiết kiệm được phát động như một phong trào thi đua từ đầu năm 1955. Đến tháng 8/1959, Thủ tướng Chính phủ ban hành Nghị định 312/TTg thành lập Quỹ tiết kiệm xã hội chủ nghĩa thuộc Ngân hàng Quốc gia Việt Nam. Mạng lưới quỹ tiết kiệm được mở rộng tới các cơ quan, xí nghiệp nhưng tỷ trọng tiền tiết kiệm trong tổng nguồn vốn tín dụng ngân hàng cũng chỉ tăng từ 1,4% năm 1957 lên 6,4% năm 1960.

Hợp tác xã tín dụng

Các hợp tác xã tín dụng nông thôn được thành lập theo Quyết định số 739/TTg do Thủ tướng Chính phủ ban hành ngày 17/4/1956 về Quy tắc tổ chức hợp tác xã tín dụng nông thôn. Các hợp tác xã này làm nhiệm vụ huy động vốn của nông dân cho nông dân vay. Mạng lưới hợp tác xã tín dụng nhanh chóng mở rộng tới quy mô 5.000 hợp tác xã vào năm 1960.

Hợp tác xã tín dụng đã bộc lộ nhiều nhược điểm như cho vay ồ ạt, thiếu tính toán hiệu quả, cho vay theo cảm tình, nể nang, vượt quyền hạn và sai nguyên tắc. Nhiều hợp tác xã tín dụng tự động cho vay dài hạn để hợp tác xã sản xuất nông nghiệp mua trâu bò cày, xây dựng sân phơi, nhà kho, làm công trình thủy lợi nhỏ... Việc huy động vốn và cho vay vốn không được tính toán sát sao. Khi không đủ tiền trả cho người gửi tiết kiệm thì hợp tác xã tín dụng đến ngân hàng xin "tiếp vốn" - một danh từ được dùng thông dụng vào thời kỳ đó.

Kết quả của tình trạng trên là cho vay nhiều và lãng phí, thu nợ ít, nợ khó đòi và nợ khê đọng lên cao. Việc tiếp vốn bị động làm cho gia tăng bội chi tiến mặt. Công tác thanh tra, kiểm tra của Trung ương đã rút ra những kết luận quan trọng về hiệu quả của mô hình hợp tác xã tín dụng. Nghị quyết 98/CP của Hội đồng Chính phủ ngày 15/5/1972 nêu rõ: "*Quản lý và chỉ đạo của Ngân hàng Nhà nước đối với hợp tác xã tín dụng bị buông lỏng, chưa thực hiện được nguyên tắc quản lý tập trung thống nhất tín dụng - tiền tệ ở nông thôn, cán bộ ngân hàng thiếu*

và yếu, nhiều nơi Ngân hàng Nhà nước khoán trắng cho hợp tác xã tín dụng, thiếu kiểm tra đôn đốc và giúp đỡ đúng mức”.

Tín dụng ngân hàng tất nhiên được tập trung cho các xí nghiệp quốc doanh, trong đó, phần lớn nhất dành cho thương nghiệp. Trong 3 năm từ 1955-1957, trong tổng số vốn vay của ngân hàng, nông nghiệp chỉ chiếm 4,5%; công nghiệp, tiểu thủ công nghiệp, vận tải và các lĩnh vực khác chiếm 1,5%; 94% còn lại thuộc về thương nghiệp. Trong những năm tiếp theo, dù có điều chỉnh nhưng thương nghiệp vẫn sử dụng 83,5% vốn tín dụng ngân hàng vào năm 1960.

Theo *Pháp lệnh ngân hàng, hợp tác xã tín dụng và Công ty tài chính* ban hành ngày 23/5/1990, hợp tác xã tín dụng là tổ chức tín dụng thuộc sở hữu tập thể, được thành lập bằng vốn đóng góp của xã viên, huy động các nguồn vốn của xã viên và cho xã viên vay. Tuy vậy, hợp tác xã tín dụng vẫn là một bộ phận quan trọng của hệ thống tín dụng Việt Nam. Tại hội nghị tổ chức ngày 18/7/2008 tại thành phố Hồ Chí Minh, Liên minh hợp tác xã Việt Nam cho biết toàn quốc hiện có 1.006 hợp tác xã tín dụng trong tổng số 17.900 hợp tác xã.

Công cụ lãi suất được sử dụng từ khá sớm nhưng không phải để điều tiết cung cầu trên thị trường tiền tệ mà để điều chỉnh cấu trúc nền kinh tế. Trong giai đoạn cải tạo xã hội chủ nghĩa, từ năm 1958 trở đi, có chủ trương dần hạn chế và đi đến chấm dứt cho vay với hộ sản xuất và kinh doanh cá thể. Trường hợp cần thiết thì cho vay với lãi suất cao hơn so với mức áp dụng cho các hợp tác xã tập thể. Để khuyến khích nông dân vào hợp tác xã nông nghiệp, ngân hàng trực tiếp cho các hộ bản cổ nông và trung nông vay vốn đóng cổ phần công hữu hóa khi gia nhập hợp tác xã với lãi suất ưu đãi (3,5%/năm trong thời hạn 3 năm). Hợp tác xã nông nghiệp cũng được cung cấp vốn vay dài hạn với lãi suất thấp (4%/năm).

Tín dụng ngân hàng

Thực tế tồn tại cả ngân hàng chuyên biệt trực thuộc hai cơ quan quản lý nhà nước khác nhau là Bộ Tài chính và Ngân hàng Quốc gia cho thấy mối quan hệ chặt chẽ và phân vai chưa rõ ràng trong hệ thống tài chính Việt Nam thời kỳ này.

Sau năm 1960, dù vẫn đan xen với hình thức cấp phát vốn nhưng nguồn vốn tín dụng ngân hàng được coi trọng hơn trong cơ cấu nguồn

vốn của khu vực kinh tế quốc doanh. Tuy vậy, vốn vay ngân hàng có định mức lãi suất ưu đãi, việc vay vốn ở ngân hàng cũng được ưu tiên và không áp dụng hình thức đình chỉ cho vay nên các cơ sở kinh tế quốc doanh không chú trọng nhiều tới hiệu quả sử dụng vốn vay. Thực tế này một phần bắt nguồn từ bản chất: cả bên đi vay và người cho vay đều thuộc sở hữu của Nhà nước.

Tín dụng ngân hàng được coi là biện pháp giúp đỡ tài chính của Nhà nước nhằm hướng kinh tế tập thể phát triển theo kế hoạch và củng cố quan hệ sản xuất xã hội chủ nghĩa ở nông thôn. Quan hệ tín dụng ngắn hạn và nhất là tín dụng dài hạn được mở rộng với nguồn vốn chủ yếu trích từ ngân sách. Chủ trương này dẫn tới thực tế cho vay quá dễ dàng. Ngân hàng cung cấp tín dụng theo yêu cầu và bỏ qua các thủ tục đánh giá năng lực trả nợ và tính khả thi kinh tế của việc sử dụng vốn vay. Từ đó, hình thành tâm lý “vay được thì cứ vay, tội gì” từ người đi vay. Nguồn vốn của Nhà nước bị sử dụng với hiệu quả thấp.

Số liệu điều tra của Ngân hàng tỉnh Hòa Bình năm 1963 cho biết, có nơi cho hợp tác xã vay một lúc 3.000 đồng nhưng khi đem tiền về trong 15 ngày chỉ dùng hết 1.000 đồng (bằng 1/3 số tiền đi vay). Trong trường hợp khác, hợp tác xã vay 1.800 đồng nhưng sau 20 ngày chỉ dùng hết 200 đồng (bằng 1/9 số tiền vay). Cán bộ tín dụng cho vay bừa, vay ẩu cốt để đạt chỉ tiêu kế hoạch.⁹

Cơ cấu thu chi ngân sách

Sau thời kỳ kháng chiến chống thực dân Pháp, thuế giữ vai trò quan trọng trong thu ngân sách và định hướng sản xuất. Hệ thống chính sách thuế đa dạng hơn. Một số sắc thuế mới được ban hành với nhiều mức thuế suất đa dạng. Trong tổng nguồn thu ngân sách, phần viện trợ nước ngoài chiếm tỷ trọng 30,9% trong giai đoạn 1955-1960. Tính riêng viện trợ không hoàn lại trong thời gian này đã gấp 2 lần giá trị sản lượng lúa miền Bắc năm 1959, tương đương 56,33% tổng sản phẩm xã hội năm 1960.¹⁰ Viện trợ và vay nợ từ nước ngoài tăng nhanh trong cơ cấu nguồn thu của Nhà nước trong thời kỳ từ 1960 đến 1970, bảng 4.3.

Kể từ sau những năm 1990, tỷ trọng viện trợ nước ngoài trong tổng thu ngân sách nhà nước giảm xuống còn rất thấp. Số liệu công bố của

⁹ *Tập san Ngân hàng Nhà nước Việt Nam*, số 7 năm 1963.

¹⁰ *sdd*, 2005:[71], trang 535.

Bảng 4.3: Cơ cấu thu ngân sách nhà nước thời kỳ 1960-1975

Năm	Thu trong nước	Viện trợ, vay nợ
1960	77,6	22,4
1961	76,9	23,4
1962	74,1	25,9
1963	73,5	26,5
1964	78,5	21,5
1965	57,7	42,3
1966	39,0	61,0
1968	31,1	68,9
1970	32,4	67,6
1972	39,7	60,3
1974	39,4	60,6
1975	45,1	54,9

Nguồn: Niên giám thống kê 1981. Đơn vị: %

Tổng cục Thống kê cho biết, từ năm 2000 đến 2006, các khoản viện trợ nước ngoài không hoàn lại đóng góp 2% trong tổng thu.

Trong 6 năm đầu tiên xây dựng chủ nghĩa xã hội ở miền Bắc, chi tiêu ngân sách được tập trung cho kiến thiết kinh tế. Hoạt động quốc phòng dù rất quan trọng nhưng ngân sách liên tục giảm từ 32% năm 1955 xuống còn 16,6% năm 1960. Ngược lại, chi kiến thiết kinh tế chiếm 51,1% chi ngân sách vào năm 1957 và 60,9% năm 1960. Xu thế này còn tiếp tục cho tới năm 1965 như trong bảng 4.4. Ngày 26/4/1957, Thủ tướng Chính phủ ban hành Nghị định 177/TTg thành lập Ngân hàng Kiến thiết Việt Nam trực thuộc Bộ Tài chính, làm chức năng quản lý, cấp phát cho vay và thanh toán vốn kiến thiết cơ bản.

Chuyển sang thời kỳ 1965-1975, công tác quản lý phát hành tiền và điều hòa lưu thông tiền tệ gặp nhiều khó khăn. Nhà nước phải phát hành thêm tiền để bù đắp thiếu hụt ngân sách, đáp ứng nhu cầu chiến tranh và bao cấp tín dụng nhằm duy trì sản xuất. Khối lượng tiền lưu hành tăng nhanh. Tính bình quân tiền lưu hành đến cuối năm tăng khoảng 34% mỗi năm, trong khi tổng mức hàng hóa bán lẻ chỉ tăng bình quân 6,7%/năm. Vai trò trung tâm tiền mặt của ngân hàng suy giảm. Vòng quay tiền mặt qua quỹ ngân hàng giảm từ 5,6 vòng năm 1965 xuống 3,6 vòng năm 1968. Chỉ sau khi chiến tranh phá hoại ở miền Bắc

Bảng 4.4: Cơ cấu chi ngân sách nhà nước thời kỳ 1955-1965

	Kinh tế	Văn hóa, giáo dục, y tế	Quốc phòng	Hành chính	Khác
1955	n.a.	n.a.	32,0	16,0	n.a.
1956	47,8	11,3	21,3	11,1	8,5
1957	51,1	10,7	21,2	10,2	6,8
1960	60,9	13,8	16,6	6,0	8,8
1964	61,5	11,8	21,3	5,4	
1965	61,5	9,1	25,2	4,2	

Nguồn: Tổng cục Thống kê. Đơn vị: %

Ghi chú: Năm 1964, 1965: chi quốc phòng tính gộp cùng chi khác.

kết thúc, vòng quay tiền mặt qua quỹ ngân hàng mới được nâng dần từ 3,9 vòng năm 1973 lên 4,9 vòng năm 1975.

Trong giai đoạn chiến tranh ác liệt, công tác huy động vốn đặc biệt được chú trọng. Nếu tính cả nguồn viện trợ từ nước ngoài thì nguồn vốn của ngân hàng đã tăng bình quân 18%/năm trong 10 năm từ 1965 đến 1975. Có ba nguồn huy động chủ yếu trong giai đoạn này.

Huy động tiết kiệm của nhân dân được tăng cường bằng cuộc vận động gửi tiết kiệm dài hạn chống Mỹ, cứu nước. Kết quả của phong trào này là tổng số dư tiết kiệm năm 1968 đạt 520 triệu đồng, gấp 5 lần số dư tiết kiệm 103,67 triệu đồng vào cuối năm 1964. Tiền tiết kiệm huy động được trong năm 1974 là gần 727 triệu đồng.

Nguồn vốn tín dụng nước ngoài cũng tăng lên chiếm đến 29,6% tổng số vốn tín dụng của Ngân hàng Nhà nước vào năm 1969. Tỷ lệ này năm 1968 là 21%. Phần phát hành tiền cho tín dụng chiếm trên dưới 20% trong giai đoạn này.

Trong nguồn vốn cho vay dài hạn của ngân hàng có thêm nguồn vốn tiền gửi tiết kiệm dài hạn. Tuy nhiên, vốn ngân sách chuyển sang vẫn chiếm tỷ trọng lớn, thường xuyên trên 80% tổng nguồn và đảm bảo xấp xỉ 80% nhu cầu cho vay. Đồng thời, ngân hàng cũng có thể sử dụng một phần từ nguồn ngắn hạn để bổ sung nguồn vốn cho vay dài hạn, thực chất là từ nguồn vốn phát hành.

Do nguồn vốn quản lý và huy động của ngân hàng tăng nhanh nên ngay trong thời gian chiến tranh leo thang, ngân hàng vẫn mở rộng tín dụng phục vụ duy trì sản xuất và chiến đấu. Đối với khu vực kinh tế quốc

doanh, trong 4 năm từ 1965-1968, dư nợ cho vay ngắn hạn tăng bình quân hơn 20,4% mỗi năm. Trong giai đoạn 4 năm trước (1961-1964), tỷ lệ này là 12,7% mỗi năm. Vốn cho vay tăng nhanh chủ yếu đáp ứng yêu cầu dự trữ vật tư hàng hóa nhập khẩu và viện trợ nước ngoài.

4.3 10 năm hòa bình đầu tiên

Sau năm 1975, mặc dù chịu sự chỉ đạo kinh tế từ Trung ương, nhưng theo nhiều nhà nghiên cứu, trên thực tế, tới 65% thị trường ở miền Nam vẫn hoạt động dưới sự kiểm soát của lực lượng kinh tế tư nhân. Đây bản chất là một sự tách biệt các quyền lực chính trị xã hội và quyền lực thị trường.

Vấn đề của kinh tế sau hòa bình, sau này được chỉ ra là mô hình công nghiệp quốc doanh tập trung, sự hạn chế việc phát triển các thị trường nội địa, thu nhỏ quy mô sở hữu phi quốc doanh, vốn có vai trò đáp ứng nhu cầu hàng hóa dịch vụ xã hội và tạo việc làm, thiếu kinh nghiệm quản lý kinh tế và hệ thống giao thông vận tải yếu. Nhập siêu ở trạng thái mất cân đối trầm trọng, với mức xuất khẩu năm 1976 là 170 triệu USD, nhưng nhập khẩu tới 1.000 triệu USD. Do đó, viện trợ tiếp tục đóng vai trò quan trọng trong việc đảm bảo an ninh kinh tế tối thiểu cho Việt Nam, giai đoạn kế hoạch 5 năm 1976-1981.

Mức viện trợ đầu năm 1978 cho Việt Nam tổng cộng xấp xỉ 1,2 tỷ USD, trong đó Liên Xô 500 triệu USD, các nước xã hội chủ nghĩa khác ở Đông Âu khoảng 250 triệu USD, Trung Quốc 300 triệu USD (và dừng vào giữa năm 1978) và các nguồn viện trợ từ các nước khác khoảng 150 triệu USD. Mức viện trợ này tuy vậy vẫn cho thấy sự thiếu hụt nghiêm trọng nguồn tài chính cho nền kinh tế rất yếu ớt của Việt Nam lúc đó, vừa bước ra khỏi thời kỳ chiến tranh kéo dài. Chi phí quốc phòng vào năm 1978 ước tính chiếm tỷ trọng lớn trong tổng chi phí của Việt Nam. So sánh với ASEAN, Niehaus (1979: [74]) cung cấp thống kê rằng vào thời điểm đó, lực lượng quân đội chính quy Việt Nam lên tới 615.000 người, tương đương toàn bộ lực lượng quân sự của ASEAN, và trang thiết bị còn nhỉnh hơn mặt bằng ASEAN.

Do các hạn chế về kỹ năng và trang thiết bị kỹ thuật, các số liệu về thu nhập quốc dân của Việt Nam không đầy đủ và thiếu độ tin cậy trong giai

đoạn này. Đã có rất nhiều các nghiên cứu và ấn phẩm đưa ra các số liệu dự đoán về thu nhập quốc dân của Việt Nam, bao gồm *The Economist* (1984), *Time* (1985), *Los Angeles Time* (1985), *IMF* (1985). Theo các dự đoán này, thu nhập quốc dân bình quân đầu người của Việt Nam vào thời gian đó là khoảng từ 125 đến 200 USD. So với thu nhập bình quân đầu người của các nước Myanmar, Trung Quốc, Thái Lan năm 1982 lần lượt là 170 USD, 228 USD, và 816 USD thì thu nhập bình quân đầu người của Việt Nam chỉ tương đương với của Myanmar và xếp trong nhóm 20 nước nghèo nhất thế giới.¹¹

Bảng 4.5: Thu nhập quốc dân và GDP giai đoạn 1975-1982

	Thu nhập quốc dân				GDP
	Tổng		Bình quân đầu người		Việt Nam tr. VND
	Việt Nam tr. VND	Mỹ tr. USD	Việt Nam VND	Mỹ USD	
1975	18.300	4.680	383	98	18.258
1976	19.901	4.975	405	101	19.901
1977	20.305	5.076	403	101	20.305
1978	20.742	5.185	401	100	20.742
1979	20.638	5.159	391	97	
1980	19.564	4.891	364	91	
1981	20.580	5.145	376	94	
1982	22.232	5.558	396	99	

Nguồn: Kimura, 1986: [58], tr. 1041

Các số liệu ở bảng 4.5 cho thấy một điều lạ, đó là, thu nhập quốc dân bằng GDP. Thông thường, GDP và GNP thường cao hơn thu nhập quốc dân (ở Mỹ là khoảng 20%) do các khoản khấu hao và thuế gián thu. Không những thế, các số liệu trên các bảng này được biểu diễn bằng mức giá hiện tại, và có độ tin cậy thấp khi xét đến tốc độ lạm phát.

Sự phát triển của nền kinh tế Việt Nam trong vòng 10 năm (1976-1986) trở nên rõ ràng hơn khi so sánh kế hoạch 5 năm lần thứ hai và thứ ba. Thất bại trong kế hoạch 5 năm lần thứ hai (1976-1980) đã khiến nền kinh tế không những không mở rộng mà còn bị thu hẹp lại. Với kế hoạch 5 năm lần thứ ba, một số thay đổi đã được thực hiện. Tốc độ xã

¹¹Theo *Washington Post* năm 1985

hội hóa chậm lại, các lợi ích vật chất được tạo ra, và có nhiều chú ý hơn tới lợi ích của cá nhân. Nhờ vào các điều kiện thuận lợi, sản lượng lương thực tăng từ 268kg/người lên 300kg/người năm 1983, và sản lượng công nghiệp tăng nhanh do có các ưu tiên dành cho doanh nghiệp nhỏ.

Trong thời kỳ kế hoạch 5 năm lần thứ ba, tốc độ tăng trưởng toàn nền kinh tế là 5,9%, tăng trưởng sản lượng công nghiệp là 15,2% và tăng trưởng sản lượng nông nghiệp là 5,9%/năm. Vì vậy có thể nói rằng quá trình phát triển của nền kinh tế Việt Nam bắt đầu trong thời kỳ thực thi kế hoạch này, từ năm 1981 đến năm 1985.

Cần phải xét đến cả sự phân chia lực lượng lao động trong các nhánh của thu nhập quốc dân. Năm 1976, có 12,1% lực lượng lao động tạo ra 24,9% thu nhập quốc dân dựa trên mức giá hiện tại, và 72,3% (nông dân) tạo ra 44,2% thu nhập quốc dân. Tuy nhiên, vào năm 1983, 13,3% lực lượng lao động tạo ra 22,6% thu nhập quốc dân và 73,6% (nông dân) tạo ra 59,6% thu nhập quốc dân. Như vậy, có thể thấy rằng quá trình công nghiệp hóa bắt đầu trong thời kỳ tiến hành kế hoạch 5 năm lần thứ ba. Trong những năm này, sản lượng nông nghiệp tăng nhanh hơn sản lượng công nghiệp.

Bảng 4.6: Phân bố lao động giai đoạn 1976-1983

	1976		1980		1983	
Khu vực sản xuất	92,5	100,0%	92,4	100,0%	92,4	100,0%
Công nghiệp	11,2	12,1%	11,2	12,1%	12,3	13,3%
Xây dựng	4,8	5,2%	5,0	5,4%	3,7	4,0%
Nông - lâm nghiệp	66,9	72,3%	68,5	74,1%	68,0	73,6%
Vận tải, truyền thông	2,4	2,6%	2,0	2,2%	1,9	2,1%
Thương mại, vật tư	6,3	6,8%	5,2	5,6%	5,6	6,1%
Khác	0,9	1,0%	0,5	0,5%	0,9	1,0%
Phi sản xuất	7,5		7,6		7,6	
Tổng	100		100		100	

Nguồn: *đd*, [58], tr. 1045

Lao động và vốn

Từ năm 1976 tới năm 1984, dân số Việt Nam tăng thêm 9,6 triệu người. Vào năm 1976, khoảng 11,55% số người trong độ tuổi lao động

bị thất nghiệp, và con số này ước tính tăng lên mức 23,8% năm 1980.¹² Đến năm 1984, tỷ lệ thất nghiệp của Việt Nam do Robert Shaplen ước tính và công bố trên *The New Yorker*, đứng ở mức rất cao, khoảng 20%.

Giai đoạn 1976-1980 cũng là thời kỳ năng suất lao động giảm qua các năm trên nhiều ngành kinh tế khác nhau. Giai đoạn 1980-1984, tình hình có cải thiện hơn với mức tăng trưởng công nghiệp trội hơn nông nghiệp, dẫn tới mức tăng trưởng trung bình 2,3% mỗi năm, dù rất thấp so với mặt bằng kinh tế Việt Nam nhưng vẫn có tăng trưởng. Các thay đổi chính sách có tác dụng trực tiếp, tập trung và nhanh chóng hơn tới các khu vực công nghiệp ở đô thị đã giúp thúc đẩy tăng trưởng công nghiệp rõ nét hơn khu vực nông nghiệp ở Việt Nam. Về mặt cơ chế kinh tế, hệ thống hợp đồng kinh tế giúp thúc đẩy tăng trưởng khu vực công nghiệp chưa được phổ biến trong khu vực nông nghiệp, cho tới tận năm 1982.

Thời kỳ 1976-1984, các nhà nghiên cứu nhận thấy rằng mức tăng sản lượng kinh tế của Việt Nam không cho thấy bằng chứng về tăng năng suất lao động tính trên giờ công lao động. Quá trình tăng sản lượng đó thực ra liên quan tới việc kéo dài thời gian lao động.

Trên thực tế, với các thay đổi chính sách, sự khuyến khích lợi ích vật chất là động lực trực tiếp để người lao động hăng hái tham gia sản xuất hơn (cả công nghiệp lẫn nông nghiệp); quá trình quan trọng nhất là thúc đẩy năng suất nhờ thay đổi công nghệ chưa phải là tác nhân dẫn dắt. Một lý do căn bản là tổng lượng đầu tư của toàn xã hội ở mức thấp.

Năm 1976, IMF ước lượng mức tiết kiệm của Việt Nam khoảng 9,5% (không tính phần ngân sách nhà nước là một kế hoạch vĩ mô lúc đó hầu như không thấy có số liệu công bố). Sau đó, mức tích lũy vốn này giảm xuống mức 5-6% trong các năm sau đó.¹³ Khoảng 39,2% của chi tiêu ngân sách chính phủ Việt Nam giai đoạn 1976-1980 dành cho tích tụ nguồn vốn đầu tư kinh tế - xã hội, và khoảng 26,4% dành cho tiêu dùng quốc dân.¹⁴ Theo các tài liệu quốc tế, mức đầu tư vốn nhà nước trong

¹² Độ tuổi lao động được tính trong khoảng 16 đến 55 tuổi

¹³ Theo bài nghiên cứu trên *Tạp chí Cộng sản* của nguyên Bộ trưởng Tài chính Chu Tam Thúc, số tháng 1/1984, tr. 28

¹⁴ Nhiều nhà nghiên cứu cho rằng khoảng 34,4% chi tiêu còn lại nhiều khả năng được sử dụng cho mục đích quốc phòng. Tác giả Kimura lời của trích *Đài tiếng nói*

nền kinh tế là 2,98 tỷ đồng năm 1976 (tính theo giá cố định năm 1970); 3,58 tỷ đồng năm 1980 và 6,02 tỷ đồng năm 1984. Từ đây, mức tích tụ vốn đầu tư tương ứng suy ra là 15,1%, 18,3% và 24,3% cho các năm đó.

Mô hình tăng trưởng kinh tế Solow

Năm 1946, mô hình Harrod-Domar về tăng trưởng kinh tế được trình bày với giới học giả kinh tế. Đây là hai kết quả nghiên cứu độc lập của các nhà kinh tế Roy F. Harrod (công bố năm 1939) và Evsey Domar (công bố năm 1946). Giả thiết quan trọng của mô hình Harrod-Domar là coi sản lượng như một hàm của vốn tư bản. Nhà kinh tế theo trường phái tân cổ điển, Robert Solow bổ sung thêm một nhân tố mới cho mô hình Harrod-Domar: năng suất lao động. Vào năm 1956, cùng với T.W. Swan, Solow đã xây dựng được mô hình tăng trưởng giản đơn phù hợp với các số liệu tăng trưởng kinh tế của Hoa Kỳ. Năm 1987, Solow được trao Giải thưởng Nobel về Kinh tế.

Mô hình tăng trưởng kinh tế của Solow ban đầu coi sản lượng (Y) là một hàm của vốn tư bản (K) và lao động (L). Giả thiết rằng khi các yếu tố đầu vào tăng một lượng z , đầu ra của nền kinh tế cũng tăng tương ứng như trong phương trình 4.1:

$$zY = f(zK, zL) \quad (4.1)$$

Nếu đặt $z = \frac{1}{L}$, phương trình 4.1 tương đương với 4.2:

$$Y \times \frac{1}{L} = f\left(K \times \frac{1}{L}, L \times \frac{1}{L}\right) \quad (4.2)$$

$$\frac{Y}{L} = f\left(\frac{K}{L}, 1\right) \quad (4.3)$$

Đặt $y = \frac{Y}{L}$ và $k = \frac{K}{L}$, hàm sản xuất được viết lại như trong phương trình 4.4.

$$y = f(k) \quad (4.4)$$

trong đó, y là sản lượng trên mỗi lao động, và k là sản lượng trên mỗi đơn vị vốn.

Bắc Kinh, ngày 28/11/1980, ước tính mức chi tiêu quốc phòng của Việt Nam là 41,4%, 40,4% và 47% lần lượt trong các năm 1977, 1978 và 1979.

Xét về phía cầu, trong mô hình đơn giản, chúng ta có $y = c + i$. Trong đó, $y = \frac{Y}{L}$; $c = \frac{C}{L}$; và $i = \frac{I}{L}$. Đầu tư tạo thêm nguồn vốn đầu vào. Hàm tiêu dùng trong mô hình này là $C = (1 - s)Y$, có thể viết lại thành $c = (1 - s)y$, trong đó s là tỷ lệ tiết kiệm trong tổng thu nhập và $0 < s < 1$. Vậy chúng ta sẽ xác định cầu như phương trình 4.5.

$$y = (1 - s)y + i \quad (4.5)$$

Từ phương trình 4.5, có $y - y + sy = i$ hay $sy = i$. Điều này nghĩa là *tiết kiệm bằng đầu tư*. Mức tăng trưởng kinh tế thấp trong những năm 1976-1980 của Việt Nam có một phần nguyên nhân quan trọng từ tỷ lệ tiết kiệm vốn đã thấp, lại còn giảm sút trong thời gian này, hay $\Delta k = s \times f(k) - \delta k$. Nên kinh tế sẽ lâm vào trạng thái trì trệ nếu $\Delta k = 0$.

Vốn đầu tư bị “tiêu hao” theo thời gian. Máy móc và nhà xưởng bị hư hỏng, xuống cấp là bằng chứng trực quan. Gọi δ là tỷ lệ hao mòn. Trong mỗi giai đoạn lượng vốn bị mất đi bằng $\delta \times k$. Như vậy, lượng vốn đầu vào tăng lên ở mỗi kỳ sẽ là chênh lệch giữa lượng đầu tư mới và lượng hao mòn: $\Delta k = i - \delta k$. Khi rơi vào trạng thái này, nền kinh tế sẽ tự động điều chỉnh với xu thế tối đa tiêu dùng và không thể tự thoát khỏi trì trệ. Lúc này, chính phủ cần tác động vào tỷ lệ tiết kiệm để đẩy nền kinh tế sang một trạng thái “tiến tới trì trệ” mới.

Việc dân số tăng, lượng vốn dành cho một đơn vị lao động và sản lượng mà một lao động tạo ra giảm đi. Tuy nhiên, cần xét thêm một yếu tố đầu vào nữa là tiến bộ công nghệ. Các cải tiến kỹ thuật chính là nguồn gốc của cải thiện năng suất lao động. Nếu gọi E là hiệu suất làm việc của lao động, hàm sản xuất lúc này có dạng như phương trình 4.6.

$$Y = f(K, L \times E) \quad (4.6)$$

Mô hình của Solow cho thấy, với tốc độ tăng dân số n và hiệu suất lao động tăng trưởng ở mức g , sản lượng Y sẽ tăng ở mức $(n + g)$.

Một vấn đề khác, đồng tiền nội tệ cũng bị trượt giá, ảnh hưởng đáng kể tới sức mua ngang giá đối với những khoản đầu tư cho máy móc, thiết bị vật tư nhập khẩu. Vào năm 1976, tỷ giá thực tế khoảng 4 đồng đổi 1 USD (4:1), nhưng tỷ giá này đã sụt giảm xuống mức 10:1 vào năm 1981, và vào tháng 4 năm 1985, tiếp tục mất giá rớt xuống mức 100:1.

Trên thực tế, hiệu quả đầu tư tại Việt Nam lại tiếp tục giảm xuống trong suốt giai đoạn này, và tác giả Kimura tính toán qua ICOR của ngành công nghiệp Việt Nam, từ số liệu trong nghiên cứu của ông Chu Tam Thức, như sau:

Năm	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
ICOR	9,01	7,69	7,69	9,26	10,53	11,11	11,11

Mức ICOR này thực tế là rất cao trong ngành công nghiệp, và cao hơn so với một số liệu khác của tác giả Nguyễn Quốc Khánh¹⁵ cho toàn nền kinh tế qua 3 mốc thời gian: 3,57 (năm 1976), 6,17 (năm 1980) và 6,21 (năm 1982).

Cho đến năm 1983, thu nhập quốc dân của Việt Nam đã tăng thêm 20% so với năm 1980 và cân bằng với tiêu dùng xã hội vào năm đó. Nhờ vậy, có thể giả định rằng cán cân thương mại sẽ cho biết phần giá trị của viện trợ nước ngoài và đầu tư. Theo bảng 4.7, thâm hụt thương mại của Việt Nam từ năm 1976 đến năm 1984 quanh mức 1,0 đến 1,2 tỷ USD. Từ những quan sát này, Kimura kết luận rằng kinh tế Việt Nam phụ thuộc vào viện trợ từ Liên Xô với cả hai cách tiếp cận, thâm hụt thương mại và khoảng cách tiết kiệm - đầu tư.

Bảng 4.7: Cán cân thương mại Việt Nam giai đoạn 1976-1984

	Với thế giới			Với Liên Xô		
	Nhập	Xuất	Cán cân	Nhập	Xuất	Cán cân
1976	825,9	215,0	-610,9	308,4	84,4	-224
1977	1044,1	309,0	-735,1	372	176,1	-195,9
1978	1465,8	406,7	-1059,1	446,4	222,5	-223,9
1979	1653,0	383,1	-1269,9	680,3	225,0	-455,3
1980	1576,7	398,6	-1178,1	700,1	242,4	-457,7
1981	1697,3	388,3	-1309,0	1006,4	232,2	-774,2
1982	1868,1	534,6	-1333,5	1322	339,5	-982,5
1983	1698,8	522,0	-1176,8	1180,3	306,5	-873,8
1984	1774,4	556,5	-1217,9	1178,4	302,7	-875,7

Nguồn: đd, [58], tr. 1054

Việc áp dụng chính sách khoán và nâng giá nông sản đã mang lại thu nhập cao hơn cho người nông dân. Nhờ vậy, ngân sách nhà nước có

¹⁵Nghiên cứu Kinh tế, tháng 4/1984.

thể chi nhiều hơn cho tiền lương của cán bộ, công nhân và quân nhân. Tiền đồng mất giá nghiêm trọng cho thấy Việt Nam phải đối diện với bài toán lạm phát tăng cao. Chính phủ không thể kiểm soát mức giá thị trường leo thang. Bất bình đẳng kinh tế xuất hiện giữa những người làm việc trong khu vực sản xuất vật chất và khu vực sản xuất phi vật chất. Tác động tích cực của các chính sách điều chỉnh kinh tế cũng bị hạn chế bởi thiếu thốn nguồn lực tài chính và vật tư sản xuất.

Tỷ lệ tích lũy thấp cũng rất đáng báo động. Những khó khăn lớn hơn bắt đầu hiện hình. Nhu cầu vốn đầu tư xuất hiện ở mọi nơi, trong nông nghiệp, công nghiệp, giao thông, viễn thông, và cả văn hóa, xã hội. Vốn đầu tư được sử dụng ngày một hiệu quả hơn, đóng góp từ 1% đến 2% vào tăng trưởng kinh tế chung của đất nước. Nhưng quan trọng hơn vẫn là nâng tỷ lệ tích lũy trong kế hoạch phát triển kinh tế giai đoạn 5 năm tiếp theo (1986-1990). Tuy Liên Xô có cam kết tăng gấp đôi viện trợ phi quân sự trong giai đoạn mới (so với giai đoạn 1981-1985) nhưng nguồn này vẫn chủ yếu là các khoản vay, với thời hạn có thể lên tới 30 năm. Tổng mức nợ của Việt Nam với Liên Xô và các nước xã hội chủ nghĩa cho tới năm 1986 đã là 3 tỷ rúp. Và không thể trông đợi thêm vào sự hào phóng của các quốc gia anh em mãi. Tổng số nợ nước ngoài của Việt Nam với 30 quốc gia và tổ chức quốc tế là 2,7 tỷ USD. Trong đó, 600 triệu USD là với các nước sử dụng đồng tiền có khả năng chuyển đổi.

Những áp lực khách quan về điều kiện kinh tế trong nước đặt ra nhu cầu đổi mới toàn diện hệ thống kinh tế Việt Nam. Thực tế cho thấy, Đổi Mới thực sự là một chương trình toàn diện, tác động sâu rộng tới bậc thang phát triển kinh tế suốt hơn hai thập kỷ tăng trưởng nhanh của Việt Nam.

Chương 5

Kinh tế tài chính thời kỳ Đổi Mới: 1986-2000

Đại hội đại biểu Đảng Cộng sản Việt Nam lần thứ VI, diễn ra tại Hà Nội từ ngày 15 đến 18/12/1986, đã xác định đường lối Đổi Mới, tạo ra bước ngoặt cho nền kinh tế Việt Nam. Tư duy kinh tế thị trường ngày càng dứt khoát, mạch lạc, thể hiện trong nhiều chủ trương cụ thể: *xoá bỏ quan liêu bao cấp không chỉ với lĩnh vực đời sống mà còn với lĩnh vực sản xuất, phân phối nguồn lực, trao quyền tự chủ cho xí nghiệp quốc doanh hạch toán kinh doanh, khắc phục tình trạng “lãi giả - lỗ thật.” Xoa bỏ ngăn sông cấm chợ với thị trường trong nước và bước đầu với thị trường ngoài nước.*¹

Công cuộc Đổi Mới đặt ra những mục tiêu đầu tiên: (i) cải thiện năng lực sản xuất, (ii) nâng cao mức sống nhân dân, (iii) và giải quyết vấn đề lạm phát phi mã đã lên tới gần 500% giữa những năm 1980. Chương này tập trung phân tích nỗ lực tái thiết nền kinh tế nhiều thành phần trong đó khu vực tư nhân được khuyến khích phát triển, dưới định hướng và giám sát của Đảng và Chính phủ. Hoạt động ngoại thương và thu hút FDI có nhiều biến chuyển tích cực.

¹Đào Xuân Sâm và Vũ Quốc Tuấn: 2008, [75]

5.1 Đổi Mới

Đổi Mới đi vào đời sống kinh tế - xã hội từ việc Nhà nước cho phép cá nhân là cán bộ đi công tác nước ngoài và lưu học sinh được mang về nước hàng hoá tiêu dùng, vật liệu, linh kiện máy móc nhỏ, cho phép cá nhân và xí nghiệp địa phương trao đổi hàng hoá qua biên giới và uỷ thác các tổng công ty chuyên xuất nhập khẩu của Trung ương xuất nhập khẩu hàng hoá cho mình. Thị trường xuất khẩu được mở rộng nhanh chóng sang khu vực sử dụng đồng USD. Vàng, ngoại tệ cũng được mở cửa cho phép nhập về nước nếu có nguồn gốc rõ ràng. Những hàng hóa này, vốn được xếp vào nhóm tác nhân gây rối, thậm chí là lũng đoạn kinh tế nếu không phải của Nhà nước, không nằm trong kế hoạch nhà nước. Những biện pháp cụ thể đã đem lại cho khu vực thị trường cơ hội pháp lý mở rộng không gian tự do xoay xở trong tự phân phối những nguồn lực mới, sản xuất đáp ứng tốt hơn cho nhu cầu kinh tế.

Cho tới năm 1989, cơ chế kinh tế kế hoạch hoá tập trung tuy đã suy yếu nhưng vẫn được bảo đảm bởi những nguyên tắc chính: *“Hệ thống chỉ tiêu pháp lệnh còn hiệu lực; ngân hàng đơn cấp chỉ phục vụ khu vực kế hoạch nhà nước, xuất nhập khẩu là hoạt động độc quyền của Nhà nước; tư liệu sản xuất nhập khẩu và sản xuất từ kế hoạch nhà nước do Nhà nước nắm quyền phân phối; giá cả hàng hoá sản xuất, lưu thông trong kế hoạch do Nhà nước ấn định; ngoại tệ nằm trong tay Nhà nước và Nhà nước ấn định tỷ giá.”*²

Đến năm 1989, theo tinh thần của Đại hội VI và các nghị quyết Hội nghị Trung ương khoá VI, những nguyên tắc tương như bất di bất dịch đã được vượt qua, Chính phủ ban hành những quyết định quan trọng: *xoá bỏ hệ thống chỉ tiêu pháp lệnh, trao toàn quyền tự chủ kinh doanh cho xí nghiệp quốc doanh; từ bỏ quyền phân phối và giao lại nguồn lực cho thị trường; dưới tên gọi “thương mại hóa” tư liệu sản xuất, cho phép hàng loạt doanh nghiệp địa phương và xí nghiệp quốc doanh lớn trực tiếp xuất nhập khẩu; tự do hoá giá cả, từ năm 1989 trong nền kinh tế chấm dứt tình trạng hai giá, chỉ còn duy nhất một hệ thống giá thị trường.*

Tỷ giá giữa đồng Việt Nam với đồng rúp và USD được điều chỉnh nhiều lần cho sát với tỷ giá hình thành trên thị trường. Cũng trong năm

²sdd, [75].

Hình 5.1: Quây phân phối vải thời kỳ bao cấp



Nguồn: Ảnh tư liệu

1989, Nhà nước xóa bỏ bao cấp lương thực, thực phẩm với hàng triệu công nhân, viên chức, lực lượng vũ trang và dân cư đô thị. Theo đó, bãi bỏ chế độ thu mua, trao đổi đối lưu hàng hoá với nông dân, giải phóng cho thị trường nông thôn rộng lớn.

Bộ máy Chính phủ có những thay đổi lớn. Ủy ban Kế hoạch Nhà nước được xác định lại chức năng nhiệm vụ. Chính phủ giải thể Bộ Vật tư, Bộ Lương thực, và Ủy ban Kiến thiết cơ bản Nhà nước. Hoạt động của Ủy ban Vật giá Nhà nước có điều chỉnh thu hẹp. Hệ thống cửa hàng cung cấp lương thực của Nhà nước không còn lý do tồn tại. Hệ thống thương nghiệp quốc doanh giải thể từng mảng lớn. Chương trình sắp xếp doanh nghiệp nhà nước bắt đầu từ năm 1989 đã giảm số doanh nghiệp từ hơn 12.000 xuống còn khoảng 6.500 vào năm 1992.

Kể từ đây, chấm dứt thời kỳ nền kinh tế tồn tại dưới cơ cấu kép vừa kế hoạch vừa thị trường, Đổi Mới đã dứt khoát đưa nền kinh tế chuyển sang một cơ cấu đồng nhất: thị trường. Thành tựu được nhìn thấy đầu tiên là từ giữa năm 1989, tình trạng rối loạn giá cả, rối loạn trong quá trình phân phối, lưu thông hàng hoá chấm dứt; lạm phát phi mã được chặn đứng, nền kinh tế đi nhanh vào ổn định, không khí kinh doanh tràn ngập. Hành lang pháp lý cũng được tích cực chuẩn bị cho sự ra đời của hệ thống ngân hàng hai cấp, nền móng trọng yếu đầu tiên cho hệ thống tài chính vận hành theo cơ chế thị trường.

5.2 Thành tựu và nền tảng phát triển

Thành tựu dễ nhận thấy nhất của chính sách Đổi Mới là đời sống được cải thiện rõ rệt của đông đảo nhân dân. Thu nhập bình quân đầu người từ 202 USD của năm 1986 đã tăng gấp hai lần sau 15 năm, đạt 417 USD vào năm 2001. Với đà tăng trưởng kinh tế cao, nền kinh tế mất thêm 6 năm nữa để nâng mức thu nhập bình quân lên gấp 3 lần so với năm 1986. Ngày 20/11/2008, phát biểu trước báo giới, Phó Thủ tướng Nguyễn Thiện Nhân công bố con số rất phấn khởi: thu nhập bình quân đầu người của Việt Nam sẽ vượt 1.000 USD vào cuối năm, và Việt Nam sẽ ra khỏi danh sách các nước nghèo trên thế giới.³

5.2.1 Tăng trưởng kinh tế

Không lâu sau khi chính sách Đổi Mới được ban hành, nền kinh tế đón nhận những dấu hiệu cải thiện tích cực (xem bảng 5.1). Quan sát những chuyển động này, nhiều nhà kinh tế, sử học và khoa học chính trị với phương pháp tiếp cận từ trên xuống, có chung nhận định: Đổi Mới thực sự mang lại đột phá tăng trưởng kinh tế. Đảng Cộng sản Việt Nam giữ vai trò tác nhân quan trọng đẩy mạnh thực thi Đổi Mới thông qua đường lối lãnh đạo và chỉ đạo tư duy chính sách. Các phân tích của Perkins (1997, [80]), Sachs và Woo (1994, [105]) đánh giá Đổi Mới như một vụ “big-bang” kinh tế tại Việt Nam. Sau một đêm, nền kinh tế nông nghiệp trì trệ chuyển mình sang hệ thống vận hành theo các quy luật thị trường khách quan. Giới nghiên cứu quốc tế đặc biệt ấn tượng với sự đa dạng và mở rộng của hoạt động thương mại tại Việt Nam kể từ cuối những năm 1980 xuất phát từ các mệnh lệnh điều hành của Chính phủ.

Thành tựu tăng trưởng kinh tế của thời kỳ Đổi Mới thể hiện càng rõ hơn qua tốc độ tăng trưởng GDP và GDP bình quân đầu người. Đường thu nhập bình quân đầu người trong hình 6.1 uốn lên mạnh mẽ kể từ sau năm 1986, một hình ảnh hoàn toàn khác biệt với đoạn thẳng trải dài

³Con số GDP bình quân này được Tổng cục Thống kê (GSO) tính toán theo giá thực tế, dựa trên kết quả kinh tế của 9 tháng đầu năm 2008. Năm 2007, thu nhập bình quân đầu người vào khoảng 835 USD.

Bảng 5.1: Tăng trưởng kinh tế và cải thiện đời sống

Năm	GDP thực tế Tỷ đồng	GDP/người USD	Năm	GDP thực tế Tỷ đồng	GDP/người USD
1986	109.189	202,36	1997	231.264	346,39
1987	113.154	204,98	1998	244.596	361,40
1988	119.960	210,86	1999	256.269	373,82
1989	125.571	220,69	2000	273.670	394,29
1990	131.968	227,07	2001	292.526	416,53
1991	139.634	235,85	2002	313.119	441,01
1992	151.782	251,48	2003	335.784	468,27
1993	164.043	266,81	2004	335.784	498,95
1994	178.534	285,21	2005	335.784	635,00
1995	195.567	301,96	2006	335.784	715,00
1996	213.833	325,02	2007	335.784	835,00
			2008	335.784	1.030,00

Nguồn: Tổng cục Thống kê

của 10 năm trước đó. Trong phần lớn thời gian từ năm 1986 tới năm 2003, tốc độ tăng trưởng thu nhập bình quân đầu người thấp hơn tăng trưởng kinh tế. Các chỉ số thống kê so sánh xác nhận đặc tính này. Dân số hàng năm tăng lên với tốc độ xấp xỉ 2% có thể là nguyên nhân hợp lý. Hết năm 2000, dân số Việt Nam ở mức trên 77 triệu người. Đến cuối năm 2008, dân số Việt Nam vào khoảng 86,18 triệu người.

Kinh tế Việt Nam duy trì tăng trưởng ổn định 8-9%/năm trong gần hết những năm 1990, ngoại trừ ba năm cuối cùng khi khủng hoảng tài chính châu Á tác động tiêu cực tới trạng thái kinh tế khu vực. Những chỉ tiêu thống kê trong bảng 5.1 đã tự nói lên tác động của Đổi Mới tới diện mạo kinh tế vĩ mô của đất nước. Trong một nghiên cứu thực nghiệm ([72]) công bố trên *Journal of Asian Economic Literature* năm 1999, bằng chứng thống kê đã chỉ ra động lực cho tăng trưởng kinh tế của Việt Nam ở giai đoạn này là đầu tư có trọng điểm và năng lực sản xuất được cải thiện nhờ các chính sách Đổi Mới được thi hành. Không có gì đáng ngạc nhiên với nhận định này bởi nó hoàn toàn phù hợp với những mô tả thống kê của chúng ta.

Sau những năm 1980 tăng trưởng chậm chạp, kinh tế Việt Nam bắt đầu tăng tốc ngay từ đầu những năm 1990. Mặc dù tăng trưởng có chậm

lại trong vài năm cuối, nhưng tác động của khủng hoảng tài chính 1997 tới Việt Nam vẫn nhỏ hơn nhiều so các nền kinh tế láng giềng như Thái Lan, Hàn Quốc hay Indonesia (xem bảng 5.2).

Bảng 5.2: So sánh tốc độ tăng trưởng GDP của một số quốc gia ASEAN và Trung Quốc

Năm	Indonesia	Malaysia	Singapore	Thái Lan	Việt Nam	Trung Quốc
1995	8,22	9,83	8,04	9,24	9,54	10,51
1996	7,82	10,00	8,15	5,90	9,34	9,59
1997	4,70	7,32	8,51	-1,37	8,15	8,80
1998	-13,13	-7,36	-0,86	-10,51	5,76	7,80
1999	0,79	6,14	6,42	4,43	4,77	7,11
2000	4,92	8,33	9,41	4,64	6,79	8,00
2001	3,44	0,45	-2,37	1,80	6,89	7,50
2002	3,66	0,72	2,25	5,43	7,04	8,00
2003	4,95	10,40	1,10	7,22	7,24	9,10

Nguồn: Dan Houtte, *Vuong & Partners*, Đơn vị: %

Trên thực tế, trước lúc khủng hoảng tài chính khu vực nổ ra vào năm 1997, những dấu hiệu suy giảm tăng trưởng kinh tế của Việt Nam đã được xác định và cảnh báo từ giữa những năm 1990. Những nhân tố được các nhà nghiên cứu vào thời điểm đó đánh giá quan trọng nhất gồm: (i) Môi trường đầu tư xấu đi nhanh chóng và rủi ro kinh doanh tăng mạnh khiến các nhà đầu tư chủ chốt vào Việt Nam như Nhật Bản, Singapore, Hàn Quốc, và Hồng Kông lo ngại; (ii) Các doanh nghiệp nhà nước, với sứ mệnh được chỉ định làm đầu tàu kinh tế, nhận được quá nhiều nguồn lực tài chính và các ưu đãi phi tài chính từ Chính phủ - nguyên nhân căn bản dẫn tới nguồn lực phân bổ thiếu hợp lý và sử dụng kém hiệu quả; (iii) Khu vực kinh tế tư nhân dù tăng trưởng ấn tượng nhưng vẫn chiếm tỷ trọng quá nhỏ trong nền kinh tế; và, (iv) Hệ thống tài chính vận hành trục trặc, không đáp ứng được nhu cầu vốn cho doanh nghiệp vào những thời điểm cần thiết nhất. Sự tồn tại của những nhân tố bên trong này tạo thành rủi ro cho tăng trưởng ổn định của nền kinh tế.

5.2.2 Cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước

Bên cạnh việc ra đời các công ty tư nhân mới, quá trình cổ phần hóa cũng góp phần chuyển nhiều doanh nghiệp nhà nước sang khu vực kinh tế tư nhân. Những kết quả đầu tiên của tiến trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước được thể hiện trong bảng 5.3.

Bảng 5.3: Thống kê quá trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước

Thời gian	Số lượng DNNN	Giá trị tỷ đồng
08/06/1992 06/05/1996	5	38,5
07/05/1996 27/06/1998	25	19,0
28/06/1998 31/12/1998	86	61,2
01/01/1999 31/12/1999	249	552,5
01/01/2000 31/12/2000	212	1042,0
01/01/2001 31/12/2001	198	850,0
01/01/2002 31/12/2002	139	1211,9
01/01/2003 31/12/2003	537	6059,5

Nguồn: Dan Houtte, Vuong & Partners
Tổng hợp theo thời gian từ các báo và tạp chí kinh tế

Tốc độ cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước tăng nhanh và ấn tượng với số doanh nghiệp gia nhập nhóm “cổ phần hóa” nhiều lên rất mau chóng qua mỗi năm. Nếu cần tới gần 3 năm đầu tiên để hoàn tất cổ

phần hóa cho 5 doanh nghiệp, thì tính riêng năm 1999, đã cổ phần hóa được 249 đơn vị sản xuất kinh doanh thuộc sở hữu nhà nước. Con số này đã tăng lên hơn gấp đôi sau 4 năm. Năm 2003, có 537 doanh nghiệp nhà nước được thực hiện cổ phần hóa.

Kể từ giữa năm 1998 cho tới cuối năm 2004, đã có hơn 2.000 doanh nghiệp nhà nước được cổ phần hóa. Tỷ trọng đóng góp của khu vực nhà nước vào GDP giảm từ 42% vào đầu những năm 1990 xuống còn 39% vào năm 2003. Đồng thời, số lao động trong các doanh nghiệp công nghiệp thuộc khu vực kinh tế nhà nước cũng giảm từ 2,5 triệu người (năm 1990) xuống mức quanh 1,6 triệu người (năm 2000).

Quá trình cổ phần hóa không đạt được tốc độ như mong muốn do nhiều đơn vị kinh doanh thuộc sở hữu nhà nước có qui mô kinh tế lớn vẫn chưa chuyển động cùng chương trình cổ phần hóa. Một số tên tuổi có thể kể tới như Hãng Hàng không quốc gia Việt Nam (Vietnam Airlines), nhóm ngân hàng thương mại nhà nước, Công ty Viễn thông Việt Nam (Vietnam Telecom), hay Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PetroVietnam), Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) và các đơn vị ở tầm cỡ tương đương.

Phí tổn kinh tế - xã hội mà những doanh nghiệp nhà nước hoạt động thiếu hiệu quả gây ra với nền kinh tế ngày càng được giới truyền thông đại chúng đề cập nhiều hơn. Những hiện tượng nổi bật, được nhắc tới nhiều nhất là: (i) sử dụng tiền đóng thuế vào các khoản đầu tư tràn lan, kém hiệu quả; (ii) lạm dụng tài sản tập thể tại các doanh nghiệp nhà nước; và, (iii) dùng quyền lực độc quyền trong cung cấp hàng hóa - dịch vụ tới người tiêu dùng với các lĩnh vực hàng không, năng lượng, phân phối dược phẩm v.v.. Đặc biệt, các sai lầm trong quản lý tài chính phổ biến ở nhiều nơi với nhiều mức độ. Vấn đề này không chỉ làm giảm năng lực sản xuất của các doanh nghiệp nhà nước mà xét trong tổng thể nền kinh tế, còn tạo ra những bất ổn xã hội.

Trên thực tế, mặc dù các thế hệ lãnh đạo của Đảng luôn nhắc nhở rằng doanh nghiệp nhà nước phải trở thành trụ cột vững chắc của nền kinh tế, thì cảm nhận chung của đông đảo các tác nhân kinh tế cho rằng doanh nghiệp nhà nước chưa thể hiện được vai trò tiên phong, dẫn dắt nền kinh tế, nhất là vào những thời điểm khó khăn. Trong khi đó, hiệu quả đầu tư của khu vực doanh nghiệp này còn thấp. Nợ của 70 tập đoàn

và tổng công ty nhà nước hết năm 2008 lên đến 28 tỷ USD Mỹ, bằng 40% GDP năm 2007. Việc hình thành các tập đoàn kinh tế nhằm xây dựng các đầu tàu kinh tế nhưng chưa được chuẩn bị kỹ và quản lý lỏng lẻo dẫn đến thực trạng hoạt động sai chức năng, định hướng ở một số tập đoàn. Có đến 28/70 tập đoàn và tổng công ty hoạt động trong lĩnh vực chứng khoán, ngân hàng, bảo hiểm, bất động sản với trị giá lên đến 23.300 tỷ đồng. Hoạt động kém hiệu quả nên các tập đoàn này không những không gánh nổi chức năng trụ cột của nền kinh tế mà còn là một trong những nguyên nhân dẫn đến tình trạng lạm phát nặng nề đầu năm 2008.⁴

Là khu vực kinh tế nhận được nhiều ưu đãi chính sách và quản lý tỷ trọng lớn nguồn lực của đất nước nên hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp nhà nước⁵ có ý nghĩa quyết định tới tốc độ và chất lượng tăng trưởng kinh tế đất nước. Hiện tượng đầu tư qui mô lớn nhưng lợi ích kinh tế thu lại không cao đã diễn ra tại Việt Nam trong nhiều năm. Và thực tế đáng suy nghĩ là xu thế này vẫn duy trì cho tới tận những năm cuối của thập kỷ đầu tiên ở thế kỷ XXI. Công chúng thường theo dõi hiệu quả đầu tư của xã hội qua chỉ tiêu thống kê ICOR.

ICOR - chữ viết tắt từ thuật ngữ tiếng Anh: Incremental Capital-Output Ratio, của khái niệm “tỷ suất thâm dụng vốn trên đơn vị sản lượng”, là chỉ số cho biết hiệu quả đầu tư vốn trong nền kinh tế, toàn phần hay một khu vực. Trên thực tế, ICOR được tính toán với các doanh nghiệp riêng lẻ để có hiểu biết tổng thể về hiệu quả đầu tư vốn của nhóm doanh nghiệp đang nghiên cứu. Kể từ năm 2000, chỉ số này được nhắc đến khá thường xuyên trong các kỳ họp Quốc hội, mỗi khi vấn đề hiệu quả đầu tư của nền kinh tế được các đại biểu đưa ra chất vấn.

ICOR cho biết để tạo thêm một đồng sản phẩm thì cần đưa thêm vào sử dụng bao nhiêu đồng vốn. ICOR càng cao, hiệu quả sử dụng vốn

⁴Một trong những vấn đề lớn nhất của doanh nghiệp nhà nước là những khoản nợ có khả năng thanh toán thấp, sẽ được trình bày kỹ trong phần nội dung về ngân hàng thương mại nhà nước tại trang 199.

⁵Doanh nghiệp nhà nước gồm các doanh nghiệp thuộc sở hữu toàn bộ của nhà nước, hoặc Nhà nước sở hữu trên 51% vốn điều lệ.

càng kém. ICOR có thể được tính bằng công thức (5.1) hoặc (5.2).

$$ICOR = \frac{\Delta K}{\Delta Y} = \frac{I}{\Delta Y}$$

(5.1)

Do $I = S = APS \times Y$, nên ICOR còn được tính qua công thức tương đương:

$$ICOR = APS \times \frac{Y}{\Delta Y}$$

(5.2)

Trong đó Y là GDP, I là đầu tư, S là tiết kiệm, APS là hệ số mô tả xu hướng tiết kiệm bình quân và K là lượng vốn. Đó là một phần nội dung của mô hình Harrod-Domar, ra đời trong những năm 1930 và nghiên cứu kết quả hoạt động của nền kinh tế qua hàm sản xuất có dạng: $Y = f(K, L, T)$ trong đó T là yếu tố công nghệ.

Không có sự thống nhất trong các kết quả tính toán ICOR ở Việt Nam. Lưu trữ qua nhiều năm các số liệu ICOR công bố trên hệ thống truyền thông đại chúng (báo, đài) với nguồn tính toán thường là Bộ Tài chính hoặc Bộ Kế hoạch và Đầu tư cho kết quả tại bảng 5.4.

Bảng 5.4: Thống kê ICOR Việt Nam

Năm	ICOR	ICOR*	ICOR**	Năm	ICOR
				1976	9,01
				1977	7,69
				1978	7,69
				1979	9,26
				1980	10,53
				1981	11,11
2001	5,0			1982	11,11
2002	4,4		5,14	1991	0,4
2003	4,5		5,28	1995	3,3
2004	4,9		5,31	1996	3,4
2005	5,5		5,22	1997	4,2
2006	6,0	7,8	4,85	1998	5,6
2007	7,0	12,0	5,04	1999	6,9
2008	7,0		5,38	2000	4,9

(*) Chỉ số tính riêng cho khối doanh nghiệp nhà nước

(**) Tính toán của NCELF; 2008: số ước tính

Về hiệu quả đầu tư năm 2007, Viện Khoa học Tài chính - cơ quan nghiên cứu của Bộ Tài chính - cho biết, ICOR bình quân cả nước là 7 đến 8, còn của khu vực nhà nước là 12.⁶ Trong một báo cáo công bố đầu năm 2008, Trung tâm Thông tin và Dự báo Kinh tế - Xã hội Quốc gia (NCEIF) - Bộ Kế hoạch và Đầu tư - công bố chỉ số ICOR năm 2007 thấp hơn nhiều con số vừa nêu, ở mức 5,38 cho toàn bộ nền kinh tế. Báo cáo này cũng tính toán ICOR cho giai đoạn từ 2001 đến 2007 (bảng 5.4).

Mặc dù có sự chênh lệch về số liệu nhưng ý nghĩa rút ra từ con số không khác biệt. Việt Nam có ICOR cao, phản ánh hiệu quả đầu tư thấp. Với xuất phát điểm kinh tế thấp và đang trong giai đoạn tập trung đầu tư cho hạ tầng sản xuất, khó tránh khỏi thực tế ICOR bị đẩy lên cao. Nhưng cũng cần thẳng thắn nhìn nhận rằng ở nhiều quốc gia trong khu vực, trong thời kỳ đầu công nghiệp hóa, có điều kiện tương đồng với Việt Nam, nhưng mức ICOR thấp hơn hẳn. Thời kỳ 1961-1980, bình quân hàng năm Hàn Quốc tăng trưởng 7,9%, đầu tư chiếm 23,3% GDP, và ICOR là 3. Các chỉ số tương ứng của Malaysia thời kỳ 1981-1995 là 7,2%, 32,9%, và 4,6; của Thái Lan thời kỳ 1981-1995 là 8,1%, 33,3%, và 4,1; và của Trung Quốc thời kỳ 2001-2006 là 9,7%, 38,8%, và 4 (2008: [96]).

5.2.3 Đẩy lùi lạm phát phi mã

Có ảnh hưởng quan trọng trong kinh tế và đời sống hàng ngày, nhưng *lạm phát* là khái niệm không được nhìn nhận chính thức tại Việt Nam trong thời kỳ kinh tế kế hoạch hóa tập trung. Học thuyết kinh tế - xã hội phủ nhận lạm phát và thất nghiệp. Tuy vậy, việc tính toán chỉ số giá tiêu dùng vẫn được thực hiện cho dù chỉ nhận được mức độ quan tâm khiêm tốn bên cạnh các chỉ số thống kê về kế hoạch, định mức và tỷ lệ hoàn thành định mức. Chuyển sang thời kỳ Đổi Mới, kinh tế Việt Nam bắt đầu làm quen với phương thức vận hành của một nền kinh tế mở, sự hiện diện của lạm phát trong nền kinh tế trở nên rõ ràng, tới mức mọi cá nhân đều có thể cảm thấy nó trong hoạt động kinh tế thường nhật. Giai đoạn 1986-1992 đi vào lịch sử kinh tế Việt Nam với dấu ấn

⁶Dương Xá, “Tiếp cận lạm phát từ hệ số ICOR.” Báo *Người đại biểu nhân dân*, 07/03/2008.

của những đổi thay mạnh mẽ, trong đó việc giải quyết hiệu quả *siêu lạm phát* để lại ấn tượng sâu sắc.

Vào thời kỳ này, Việt Nam bắt đầu từ bỏ phương thức phân phối truyền thống kiểu Xôviết với tem lương thực và sổ gạo. Một sự chuyển đổi lớn lao! Ngân sách nhà nước theo đó bổ sung thêm một lượng tiền lớn dành cho chi trả lương cán bộ, công nhân viên nhà nước, gọi là hình thức “*bù giá vào lương*.” Lạm phát ở mức rất cao kể từ năm 1986 và kéo dài tới năm 1992. Lạm phát thực tế, được đo bằng phần trăm thay đổi chỉ số giá tiêu dùng (Consumer Price Index - CPI) hàng năm, cao kỷ lục vào năm 1986 tới gần 800%.

Bù giá vào lương

Đột phá trong chế độ tiền lương bắt đầu từ Long An. Ông Chín Cần (Nguyễn Văn Chính), Bí thư Tỉnh ủy Long An và ông Hồ Đắc Hi, Phó Giám đốc Sở Thương nghiệp Long An là những người đầu tiên suy nghĩ và soạn thảo một đề án cải cách phân phối lưu thông ở Long An vào năm 1978-1979. Đề án này xác định lại giá cả, tiền lương phải dựa trên qui luật giá trị và cung cầu cũng như những nguyên tắc kinh tế hàng hóa khác chứ không thể duy ý chí.

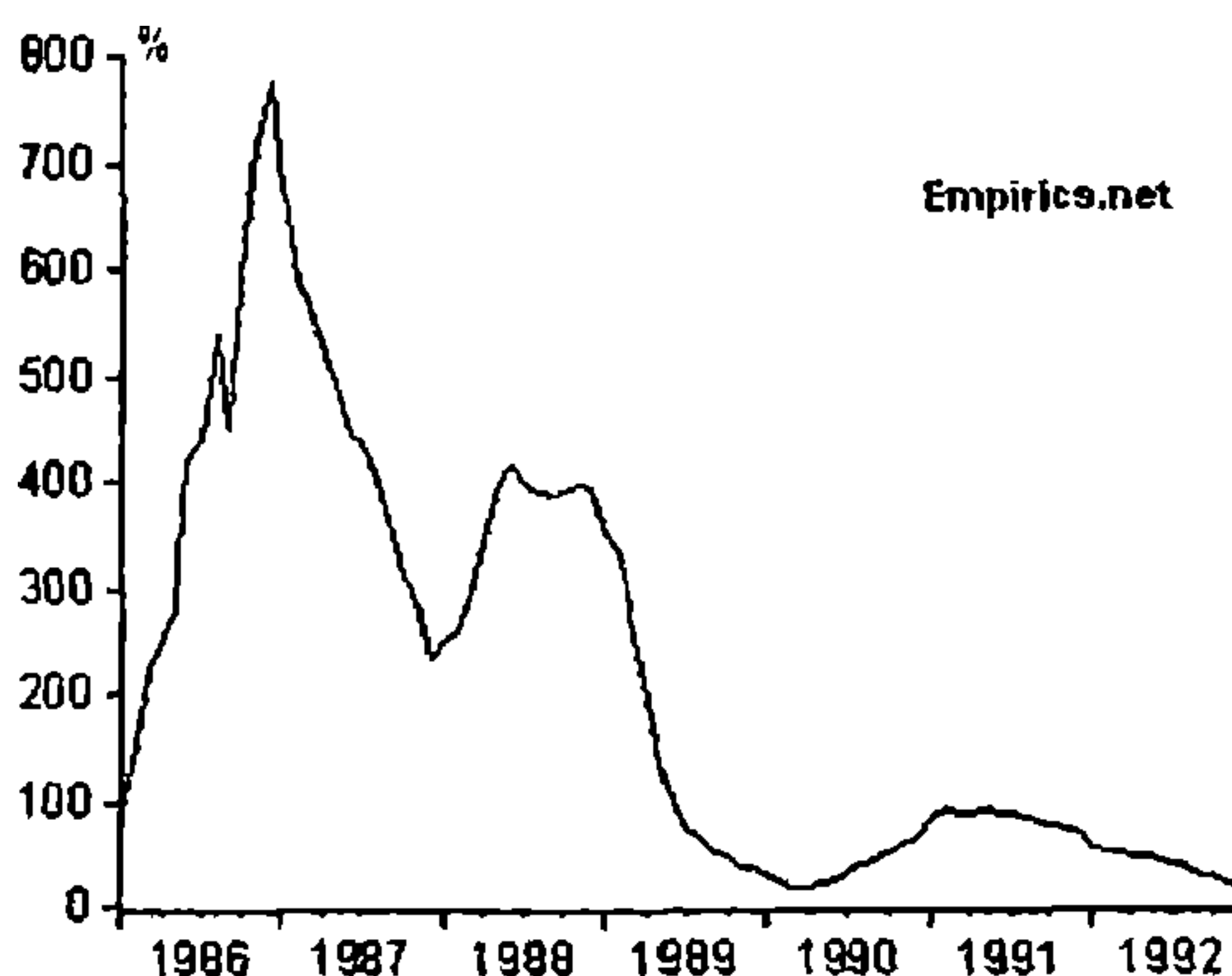
Bản chất kinh tế của *bù giá vào lương* là kết thúc phương thức phân phối thu nhập bằng hiện vật kết hợp với tiền tệ, chuyển sang phương thức mới, trong đó, toàn bộ thu nhập được tiền tệ hóa - biểu hiện bằng tiền. Phần thu nhập bằng hiện vật của những người hưởng lương từ Nhà nước được qui đổi thành tiền theo giá tham khảo từ các giao dịch tự do trên “chợ đen,” phần chênh lệch - nếu có, sẽ được Nhà nước bù đắp. Sau khi có tiền, cán bộ công nhân viên tự tìm mua các hàng hóa cần thiết để sử dụng.⁷

Nguyên nhân gốc rễ của lạm phát cao xuất phát từ đây! Hệ thống kinh tế vận hành theo cơ chế kế hoạch hóa tập trung không tạo đủ động lực khuyến khích mở rộng và cải thiện sản xuất. Năng lực tạo ra sản phẩm vật chất hạn chế, không đáp ứng đủ số lượng cần thiết để tiêu dùng của người dân. Trước đây, khi thiếu hàng hóa, người muốn tiêu

⁷Ở đây, chúng tôi có ý tránh dùng từ *thị trường*, một khái niệm vào lúc bấy giờ hiếm khi thấy xuất hiện trên các kênh truyền thông đại chúng. Việc sử dụng khái niệm này, cùng các thuật ngữ như cung, cầu, và giá cả giới hạn trong phạm vi hẹp của nhóm nhỏ những người làm công chuyên môn kinh tế hay nghiên cứu và giảng dạy.

dùng không thể tìm mua (một cách chính thức) và có thể chờ đợi tới các kỳ phân phối tiếp theo. Theo phương thức mới, người này sẽ dùng tiền lương nhận được và tìm mua ở chợ. Chừng nào chưa mua được, chừng đó vẫn chưa thể tiêu dùng và không còn hy vọng vào cơ hội được phân phối trong tương lai. Do thiếu hụt hàng hóa, để giải quyết nhu cầu tiêu dùng hiện tại, người mua phải chấp nhận cả những mức giá rất cao.

Lạm phát phi mã giai đoạn 1986-1992 được mô tả trong hình 5.2 với đường biến thiên của CPI đại diện cho lạm phát trong nền kinh tế.



Hình 5.2: Lạm phát phi mã giai đoạn 1986-1992

Số thống kê cho thấy người dân Việt Nam đã trải qua một giai đoạn đầy khó khăn khi lượng hàng hóa có thể mua với cùng mức thu nhập với đi nhanh chóng. Lạm phát của Việt Nam cao nhất vào tháng 12/1986: 747,7%; và thấp nhất trong tháng 4/1990 với 17,43%. Chỉ số giá bình quân hàng năm trong suốt 7 năm là 215,73%, mức trung vị là 91,56% mỗi năm. Lưu ý rằng thời gian này chiếm $\frac{1}{3}$ chặng đường Đổi Mới kinh tế từ năm 1986 tới năm 2000.

Xu thế gia tăng của lạm phát bắt đầu chậm lại khi những động lực tăng trưởng mới xuất hiện trong nền kinh tế: khu vực kinh tế tư nhân và đầu tư nước ngoài. Dòng vốn FDI bắt đầu hoạt động hiệu quả và đóng góp sản phẩm vật chất cho xã hội trong nửa đầu thập kỷ 90 của thế kỷ XX. Lượng vốn FDI vào Việt Nam cũng tăng lên nhanh chóng.

Đỉnh điểm giai đoạn tăng trưởng FDI lần đầu tiên là vào năm 1996, với 8,6 tỷ USD FDI đăng ký.

Về khía cạnh kinh tế, dòng tiền và nguồn vốn đầu tư (cả trong và ngoài nước) đã giúp giải tỏa những khó khăn tài chính và cải thiện thu nhập của đông đảo dân cư. Tăng trưởng GDP cũng bắt đầu tăng tốc, thể hiện qua sản lượng dồi dào và sức mua cao hơn. Bức tranh kinh tế với xu hướng tích cực góp phần bình ổn chỉ số giá. Hình 5.2 thể hiện lạm phát kể từ sau năm 1990 ở mức độ “vừa phải” hơn rất nhiều so với giai đoạn trước đó.

Tuy vậy, cần có cái nhìn kinh tế khách quan với lạm phát. Lạm phát ở mức *phi mã* mang đến nhiều nguy hiểm cho hệ thống kinh tế, nhưng một mức lạm phát cao “*hợp lý*” cũng có những ảnh hưởng tốt cho tăng trưởng kinh tế. Lạm phát khuyến khích mở rộng đầu tư nhằm tìm kiếm mức lợi tức cao hơn có được từ việc chuyển tiêu dùng hiện tại thành tiêu dùng trong tương lai.

Thêm nữa, kinh tế Việt Nam vào lúc đó dựa trên nền tảng hoạt động nông nghiệp, lạm phát góp phần nâng giá nông sản, mang lại thu nhập và sức mua lớn hơn cho bộ phận đông đảo dân chúng ở khu vực nông thôn. Khi các tác nhân kinh tế nhận thức rõ ràng và đẩy đủ những tác động tích cực này, cũng là lúc các nhà kinh tế và kinh doanh Việt Nam nhận ra những vấn đề đáng lo ngại của *thiếu phát*, hiện tượng kinh tế trái ngược với lạm phát.

Sau năm 1997, dấu hiệu của thiếu phát tại Việt Nam có thể quan sát qua chỉ số CPI liên tục sụt giảm, thậm chí có giá trị âm. Căn bệnh đau đầu lại tái phát. Nguyên nhân lần này là do suy thoái kinh tế và sản xuất đình đốn. Chịu một phần tác động của khủng hoảng tài chính 1997, FDI vào Việt Nam giảm tới gần 1 tỷ USD hàng năm, so với mức đỉnh xấp xỉ 9 tỷ USD của năm 1996. Trong 24 tháng của hai năm 2000-2001, kinh tế Việt Nam có tới 23 tháng thiếu phát, với mức giảm nghiêm trọng nhất là -2,60% so với cùng kỳ năm trước trong tháng 7/2000 và mức cải thiện của một năm sau (tháng 7/2001) cũng rất khiêm tốn: + 0,09%. Chỉ số CPI bình quân của hai năm này là -1,114%. Với mức tăng trưởng 7% của GDP năm 2002, lạm phát đã trở lại ở mức dương 4,06% so với năm trước vào cuối năm 2002.

5.2.4 Hoạt động ngoại thương

Trong hơn 20 năm Đổi Mới, ngoại thương Việt Nam đã đạt được những thành tựu rất đáng phấn khởi, thể hiện rõ nét qua các con số thống kê. Tổng mức lưu chuyển hàng hóa xuất nhập khẩu bình quân từ năm 1986 đến 2005 là 20,7 tỷ USD/năm, gấp 7 lần so với năm 1985. Tốc độ tăng trưởng ở các thời kỳ rất cao. Trong 5 năm, từ 1996 đến 2000, tăng trưởng ngoại thương vượt gấp 3 lần giai đoạn 5 năm liền trước đó, đạt trên 100 tỷ USD, tốc độ tăng bình quân mỗi năm là 17,2%. Thời kỳ 2001-2005 tiếp tục duy trì tốc độ tăng bình quân 18,2%/năm. Khu vực kinh tế nhà nước thể hiện vai trò chủ đạo trong 5 năm đầu tiên sau Đổi Mới, chiếm tới 96,6% tổng giá trị xuất nhập khẩu thời kỳ 1986-1990.

Số liệu của Tổng cục Thống kê (2006: [19]) cho biết, tốc độ tăng bình quân của xuất khẩu tính từ 1986 đến 2005 đạt 21,2%/năm. Kim ngạch xuất khẩu tăng gần 40 lần, từ 789 triệu USD (năm 1986) lên mức 32,4 tỷ USD (năm 2005). Tỷ trọng xuất khẩu so với tổng mức lưu chuyển dịch chuyển tích cực từ 35,7% (giai đoạn 1986-1990) lên 46% (giai đoạn 2001-2005). Nhập khẩu tăng bình quân 16,1%/năm trong thời gian từ 1986 đến 2005, đóng góp vào việc thúc đẩy và phục vụ sản xuất, tiêu dùng trong nước. Kim ngạch nhập khẩu vận động theo chiều hướng tích cực từ 2,155 tỷ USD năm 1986 lên xấp xỉ 37 tỷ USD năm 2005.

Do tốc độ tăng trưởng ở mỗi thời kỳ của xuất khẩu và nhập khẩu có sự ngược nhau về xu thế nên ảnh hưởng tới cân đối thương mại từ 1986 đến 1995 không thay đổi nhiều, ở mức xấp xỉ 5,6 tỷ USD. Giai đoạn 1996-2000, nhập siêu tăng gấp gần 2 lần, ở mức 9,8 tỷ USD. Trong 5 năm tiếp theo, mức nhập siêu là 19,3 tỷ USD. Tuy nhiên, tỷ lệ nhập siêu qua từng giai đoạn 5 năm so với xuất khẩu lại giảm mạnh, từ 80,4% (1986-1990) xuống 17,4% (2001-2005). Có thể thấy, nhập siêu là hiện tượng phổ biến và tồn tại nhiều năm với nền kinh tế Việt Nam.

Với các chính sách cởi mở về giao thương nội địa và quốc tế, số lượng tổ chức kinh tế tham gia xuất nhập khẩu cũng tăng lên nhanh chóng. Trước năm 1989, hoạt động xuất nhập khẩu tập trung do một số đơn vị chuyên doanh ngoại thương của Nhà nước thực hiện. Con số 40 đơn vị trực tiếp xuất nhập khẩu năm 1985, đã tăng lên 270 năm 1990 và tới 20.000 vào cuối năm 2005. Trong số đó, doanh nghiệp có vốn FDI có

đóng góp ngày một quan trọng.⁸

Tỷ trọng xuất khẩu của khu vực doanh nghiệp FDI liên tục tăng từ 17,1% (1991-1995) lên 31,5% (1996-2000) và 42,8% (2001-2005).⁹

Quá trình Đổi Mới kinh tế cũng đi liền với những thay đổi trong chính sách mở cửa, giao thương hàng hóa với các thị trường khu vực và quốc tế. Vào năm 1986, Việt Nam có quan hệ ngoại thương với 43 quốc gia. Qui mô đối tác mở rộng lên con số 100 năm 1995 và khoảng hơn 200 quốc gia và vùng lãnh thổ kể từ sau năm 2005.

Thị phần xuất nhập khẩu có biến chuyển mạnh mẽ từ thị trường Đông Âu truyền thống, chiếm 57,1% trong giai đoạn 1986-1990, sang các thị trường mới ở châu Á và châu Mỹ. Riêng các nước trong khối ASEAN chiếm tỷ trọng trên 20%. Quan hệ thương mại với châu Mỹ được cải thiện đáng kể, trước thời điểm Đổi Mới, kim ngạch với khu vực này chưa tới 0,6% thì tới 2005 đã tăng lên 11,1% tổng kim ngạch, trong đó, đóng góp chủ yếu là Hoa Kỳ với tỷ lệ 9,3% năm 2005 so với 3,5% năm 2001.

5.2.5 Thu hút đầu tư nước ngoài

Luật Đầu tư nước ngoài tại Việt Nam được thông qua năm 1987 đánh dấu mốc quan trọng trên chặng đường Đổi Mới của Việt Nam. Kể từ năm 1988, hoạt động thu hút vốn FDI được khuyến khích và đảm bảo bằng pháp luật. Cũng từ đây, FDI trở thành lực lượng kinh tế có nhiều đóng góp cho thành tựu chung của đất nước. Dòng FDI tạo nên một động lực kinh tế mới, là chất xúc tác thúc đẩy tăng trưởng khu vực kinh tế tư nhân. Đồng thời, việc ra đời hàng trăm liên doanh giữa đối tác nước ngoài và doanh nghiệp nhà nước góp phần cải thiện tích cực năng lực cạnh tranh của khu vực này. Nếu như trước đây, quyền kiểm soát hoạt động luôn được đặt lên hàng đầu, thì tại các liên doanh, hiệu quả kinh tế và lợi ích kinh tế mới là yếu tố được quan tâm. Bảng 5.5 tóm lược tình hình FDI trong giai đoạn đầu của Đổi Mới ở Việt Nam.

Dòng vốn nước ngoài vào Việt Nam chia thành hai nhánh chính: các

⁸Tổng cục Thống kê. *Xuất nhập khẩu Việt Nam 20 năm đổi mới*. 2006. tr. 10

⁹Từ năm 1994, xuất khẩu có thêm các mặt hàng khác với dầu thô và bắt đầu xuất hiện thêm phần đầu tư nước ngoài ở nhập khẩu.

Bảng 5.5: Vốn FDI vào Việt Nam thời kỳ 1988-2008

FDI đăng ký			Số dự án		
FDI đăng ký			Số dự án		
1988	341,7	37	1998	5.099,9	285
1989	525,5	67	1999	2.565,4	327
1990	735,0	107	2000	2.838,9	391
1991	1.291,5	152	2001	3.142,8	555
1992	2.208,5	196	2002	2.998,8	808
1993	3.037,4	274	2003	3.191,2	791
1994	4.188,4	372	2004	4.547,6	811
1995	6.937,2	415	2005	6.839,8	970
1996	10.164,1	372	2006	12.003,8	987
1997	5.590,7	349	2007	17.856,0	1445
			2008	60.100,0	1059

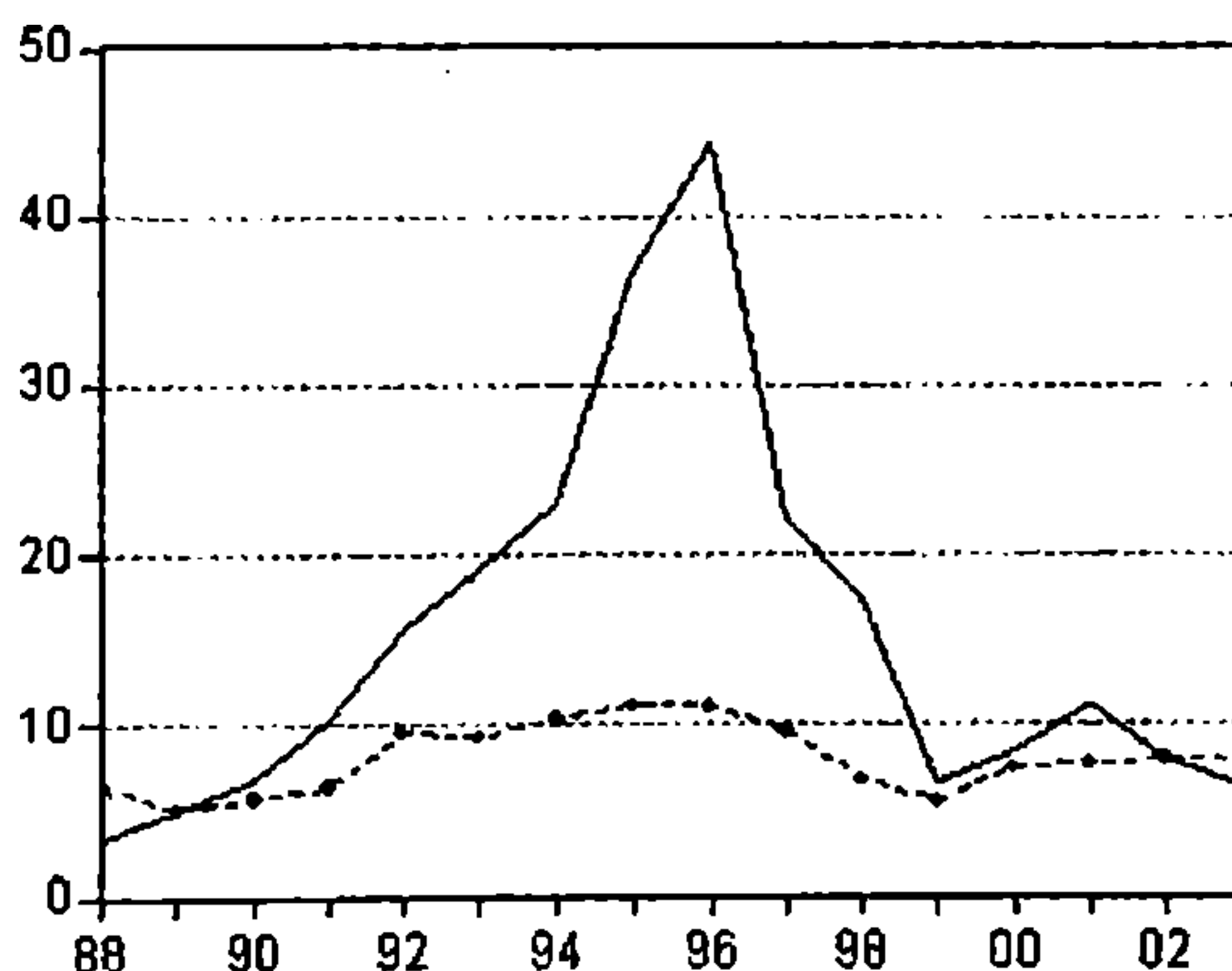
Nguồn: Tổng cục Thống kê. Giá trị: triệu USD
Năm 2008 tính tới hết ngày 20/11/2008

dự án đầu tư trực tiếp sản xuất kinh doanh, và khu vực tài chính, ngân hàng. Trong thời gian từ 1992 đến 1997, 24 chi nhánh ngân hàng nước ngoài và 5 ngân hàng liên doanh đã được thành lập. Các chi nhánh ngân hàng nước ngoài chủ yếu hoạt động ở những trung tâm đô thị lớn như Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh, và nhanh chóng tạo được chỗ đứng vững chắc trong hệ thống tài chính Việt Nam.

Năm 1997, Ngân hàng Thế giới (WB) tại Việt Nam có thực hiện một cuộc điều tra toàn diện về FDI. Kết quả rất đáng chú ý. Đa số các nhà đầu tư ở cả hai nhóm (đã hiện diện và quan tâm tới Việt Nam) đều có chung lo ngại rằng rủi ro kinh doanh đang tăng lên cùng lúc với những biểu hiện suy giảm tính hấp dẫn của môi trường đầu tư (1997, [7]). Thêm vào đó, các chi phí liên quan tới hoạt động sản xuất kinh doanh tăng lên càng làm lung lay vị thế điểm đến lý tưởng cho các dòng FDI. Điều này thực sự đe dọa khả năng duy trì tăng trưởng bền vững của nền kinh tế Việt Nam do sử dụng kém hiệu quả dòng vốn trong nước, tại thời điểm đó. Việc huy động vốn cũng gặp nhiều khó khăn. Thị trường tài chính, bởi vậy, bắt đầu được chú ý và cân nhắc như một giải pháp tổng thể.

Tác động của dòng vốn FDI với kinh tế Việt Nam biểu hiện rất rõ

ràng. Nhiều nghiên cứu thực nghiệm có cùng kết luận rằng tăng trưởng kinh tế tỷ lệ thuận với FDI vào Việt Nam. Theo sau các khoản tài chính là năng lực sản xuất được cải thiện và những nguồn thu nhập mới được tạo ra. Quan sát trực giác trên hình 5.3, với dữ liệu trong thời gian từ 1988 đến 2002, cho thấy, đường tăng trưởng GDP thực tế hàng năm đồng dạng với đường thể hiện tỷ lệ FDI với GDP.



Hình 5.3: Quan hệ FDI và tăng trưởng GDP

Ghi chú: Đường — thể hiện tỉ lệ giữa FDI và GDP.

Đường -*- thể hiện tốc độ tăng GDP thực tế.

Mức thu nhập cao hơn của nền kinh tế, tới lượt mình, lại đẩy mức tiêu dùng và tái đầu tư của xã hội tăng lên. Kết quả là các nhà đầu tư nước ngoài càng thêm hấp dẫn bởi tiềm năng mở rộng của thị trường. Đến hết năm 2000, sau 15 năm Đổi Mới, Việt Nam đã thu hút được 39,2 tỷ USD vốn FDI theo cam kết. Trên thực tế, 48% số vốn này đã được giải ngân.

Hình 5.3 cũng thể hiện dòng vốn FDI cam kết vào Việt Nam có hai thời kỳ vận động trái ngược nhau với mốc chuyển đổi vào năm 1996. Trước năm 1996, cam kết FDI tăng nhanh chóng do kỳ vọng cao vào khả năng sinh lợi tiềm ẩn của nền kinh tế đang chuyển đổi từ mô hình vận hành kiểu Xôviết (cũ) sang cơ chế thị trường. Các nhà đầu tư nước ngoài hy vọng sẽ tìm thấy ở Việt Nam cơ hội đầu tư với mức lợi suất cao

như từng có tại Liên Xô (cũ) và nhiều nước Đông Âu. Dưới con mắt của giới phân tích tài chính thế giới, đất nước hình chữ S trở thành *biên giới cuối cùng*, kề cận Trung Quốc rộng lớn.

Giới đầu tư quốc tế thực sự tò mò với cách thức tồn tại và con đường vận hành của nền kinh tế Việt Nam vốn được đánh giá sẽ sụp đổ mau chóng sau khi Liên bang Xôviết tan rã, kéo theo sự biến mất của khối xã hội chủ nghĩa ở Đông Âu. Cả người Pháp và người Mỹ đều rất muốn biết mảnh đất Việt Nam ra sao sau nhiều năm trôi qua. Vào thời điểm đó, thị trường với 75 triệu dân thực sự là cơ hội rộng mở, nhất là khi người tiêu dùng đã trải qua một thời gian dài xếp hàng nhận phân phối các hàng hóa thiết yếu tại các cửa hàng bao cấp của Nhà nước. Ngoài ra, còn phải kể đến vị trí địa lý thuận lợi của Việt Nam như cửa ngõ tiến vào các thị trường ASEAN và quan trọng hơn cả là Trung Quốc.

Tuy nhiên, sau năm 1996, FDI cam kết vào Việt Nam giảm mạnh. Một phần do ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính - tiền tệ khu vực năm 1997. Một phần do những nhược điểm bộc lộ ngày càng rõ hơn của hệ thống kinh tế, hành chính. Nhiều nghiên cứu trong giai đoạn này cho thấy tác động từ bên ngoài tới Việt Nam không lớn như tại các quốc gia láng giềng.

Trong những năm 1996-1998, mức độ hội nhập của Việt Nam còn thấp. Dù có được xem như một thành viên tích cực của khối ASEAN, nhưng các hoạt động hợp tác chính yếu mới tập trung vào khoa học và công nghệ. Hoạt động giao thương kinh tế mới ở một mức độ nhất định. Bản thân việc rút vốn hoặc ngừng triển khai các dự án FDI cũng chỉ xảy ra với những nhà đầu tư trong khu vực do khó khăn tài chính ở thị trường nội địa. Các dự án đầu tư là khả thi và có tiềm năng sinh lợi tốt. Theo lý thuyết, các dự án này có thể chuyển giao cho những nhà đầu tư mới với lợi ích cho tất cả các bên tham gia. Nhà đầu tư cũ thu hồi được một phần lượng tiền đã bỏ ra. Nhà đầu tư mới tiết kiệm được chi phí khởi động dự án. Đối tác Việt Nam không bị bỏ lỡ cơ hội phát triển kinh doanh.

Tuy vậy, thực tế thị trường dường như không ghi nhận các hoạt động chuyển nhượng dự án. Điều này có thể lý giải bởi các lý do: (i) Thiếu khung pháp lý điều chỉnh cho việc chuyển nhượng dự án đầu tư; (ii) Các nhà đầu tư quốc tế quá e ngại với khu vực Đông Á, và tài chính thế

giới trong giai đoạn thu hẹp; (iii) Môi trường đầu tư tại Việt Nam mất đi tính hấp dẫn.

Lý do (iii) là rõ ràng hơn cả. Tệ quan liêu phổ biến ở nhiều địa phương, ngành và các cấp do một phần rất đông nhân sự của bộ máy hành chính không có đủ năng lực để theo kịp quá trình chuyển đổi từ mô hình kiểm soát sang dịch vụ công đáp ứng nhu cầu thị trường. Đa phần các nhà đầu tư phương Tây không chấp nhận các khoản chi “rút ngắn thời gian thực hiện thủ tục hành chính” như một điều kiện để thúc đẩy quá trình triển khai đầu tư. Do vậy, nhiều dự án đã không thể bắt đầu. Sự tò mò nhanh chóng chấm dứt khi nhà đầu tư trở về với mối quan tâm thực tế hơn: tính hiệu quả kinh doanh.

Rất ít nhà kinh doanh sẵn sàng bỏ những khoản tiền lớn cho việc dạo chơi và tham quan cảnh đẹp. Dân số Việt Nam tuy đông nhưng nghèo, thu nhập thấp và tiết kiệm không đáng kể. 80% dân cư sinh sống bằng các hoạt động nông nghiệp - khu vực khó có điều kiện tạo giá trị gia tăng và tích tụ tư bản đột biến cho xã hội hơn trong so sánh tương đối với công nghiệp và dịch vụ. Điều này đúng không chỉ với riêng Việt Nam mà là qui luật chung của khu vực và thế giới. Chi phí kinh doanh do quan liêu hành chính, chất lượng dịch vụ thấp, cơ sở hạ tầng xuống cấp sau nhiều thập kỷ chiến tranh, khó khăn kinh tế và qui mô sản xuất không đủ đạt tới mức hiệu quả về kinh tế trong nhiều ngành sản xuất là những trở ngại lớn trong quá trình tạo lợi nhuận.

Xuất hiện cạnh tranh từ các nền kinh tế láng giềng, đặc biệt từ Trung Quốc với giá nhân công, khả năng tư duy và vị trí địa lý gần như tương đồng với Việt Nam, thậm chí, có phần thuận lợi hơn. Nhà đầu tư đứng trước câu hỏi “Vì sao phải lựa chọn Việt Nam?”.

5.3 Hệ thống tài chính mới

Những năm đầu tiên thực hiện chính sách Đổi Mới kinh tế cũng ghi nhận thành tựu quan trọng trong hình thành nền móng pháp lý đầu tiên của hệ thống ngân hàng - tài chính vận hành theo các quy luật thị trường về sau. Đây là điều đặc biệt có ý nghĩa khi chúng ta nhận thức rằng thị trường và công cụ chính sách tài chính - tiền tệ là phương tiện uy lực nhất để dịch chuyển các điểm cân bằng của nền kinh tế.

5.3.1 Hành lang pháp lý cho hệ thống ngân hàng

Giống những nền kinh tế theo cơ chế quản lý kế hoạch hoá tập trung, trước năm 1989, hệ thống ngân hàng của Việt Nam có duy nhất một Ngân hàng Nhà nước từ Trung ương đến các chi nhánh địa phương. Ngân hàng Nhà nước phát hành đồng tiền quốc gia, phân phối tín dụng theo chỉ tiêu pháp lệnh của kế hoạch nhà nước, làm nghiệp vụ kho bạc, thu chi ngân sách theo lệnh của Bộ Tài chính, làm nghiệp vụ thanh toán giữa các xí nghiệp quốc doanh và thanh toán đối ngoại.

Chính sách tiền tệ và những công cụ chính sách điều tiết kinh tế vĩ mô đều không được sử dụng vì không có ý nghĩa gì với kinh tế kế hoạch hoá tập trung. Ngân hàng đứng ngoài cuộc với khu vực kinh tế thị trường nóng bỏng cũng như Bộ Vật tư đóng cửa không cho tư liệu sản xuất của Nhà nước ra thị trường.

Năm 1989, sau những chủ trương Đổi Mới có tính bước ngoặt, xóa bỏ chỉ tiêu kế hoạch pháp lệnh, trao quyền tự chủ kinh doanh cho xí nghiệp quốc doanh, tự do hoá phân phối tư liệu sản xuất và tự do hóa giá cả, kinh tế thị trường được chính thức xác lập, việc Đổi Mới tất yếu tiếp theo là xây dựng khuôn khổ thể chế cho việc hình thành hệ thống ngân hàng mới hai cấp, tách biệt chức năng điều tiết chính sách tiền tệ của Ngân hàng Trung ương với chức năng kinh doanh, phân phối nguồn lực tài chính cho thị trường của các ngân hàng thương mại.

Giữa năm 1989, Hội đồng Bộ trưởng (nay là Chính phủ) giao cho ông Cao Sỹ Kiêm, Tổng Giám đốc Ngân hàng Nhà nước, cùng phối hợp với một nhóm chuyên gia độc lập do Hội đồng Bộ trưởng chỉ định cùng soạn thảo hai pháp lệnh về hoạt động ngân hàng. Một pháp lệnh về Ngân hàng Nhà nước (Ngân hàng Trung ương) và một pháp lệnh về ngân hàng thương mại, hợp tác xã tín dụng và công ty tài chính. Việc soạn thảo đặt dưới sự chỉ đạo trực tiếp của Phó Chủ tịch Hội đồng Bộ trưởng Võ Văn Kiệt.

Sau hơn bốn tháng làm việc khẩn trương, vượt qua nhiều cuộc tranh luận thẳng thắn, nhiều lần trình xin ý kiến chỉ đạo của Phó Chủ tịch Võ Văn Kiệt, hai dự thảo pháp lệnh đã hoàn thành. Sau đó, hai dự thảo được mang sang Paris nhờ Ngân hàng Trung ương Pháp đánh giá; nhờ Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) thẩm định và cử chuyên gia sang Hà Nội tổ

chức một lớp tập huấn cho cán bộ Ngân hàng Nhà nước.

Tháng 5 năm 1990, hai Pháp lệnh bắt đầu có hiệu lực thi hành sau khi Chủ tịch Hội đồng Nhà nước Võ Chí Công phê chuẩn. Hai Pháp lệnh ngân hàng đã hình thành nhận thức mới và cơ hội pháp lý tổ chức lại Ngân hàng Nhà nước theo mô hình Ngân hàng Trung ương, cơ cấu lại các ngân hàng thương mại quốc doanh theo hướng kinh doanh đa năng. Lần đầu tiên, hàng loạt ngân hàng cổ phần tư nhân được phép ra đời và cũng lần đầu tiên, Việt Nam mở cửa cho ngân hàng nước ngoài thành lập liên doanh hoặc mở chi nhánh.

Có thể nói, với Luật Đầu tư nước ngoài tại Việt Nam và hai pháp lệnh về ngân hàng, vào thời điểm năm 1989–1990, Việt Nam đã có hai cam kết pháp lý đầu tiên mở cửa ra bên ngoài và cũng là hai công cụ pháp lý có vai trò đột phá, thúc đẩy Việt Nam chuyển đổi nhanh và sâu rộng sang kinh tế thị trường. Tiếp sau đó, hình thái kinh tế thị trường ở Việt Nam càng được khẳng định và đảm bảo chắc chắn hơn thông qua Luật Công ty, Luật Thương mại, Bộ luật Dân sự, Luật Đầu tư nước ngoài tại Việt Nam (sửa đổi)...

Đến năm 1993, hệ thống ngân hàng đổi mới đi dần vào nền nếp, hoạt động theo hướng thị trường, bình thường hóa quan hệ với IMF, WB, ADB. Ở cấp hoạch định chính sách tiền tệ, điều tiết và giám sát có Ngân hàng Nhà nước làm chức năng Ngân hàng Trung ương; ở cấp kinh doanh tín dụng có bốn ngân hàng thương mại nhà nước, hàng chục ngân hàng cổ phần tư nhân, ba ngân hàng liên doanh với ngân hàng nước ngoài và nhiều chi nhánh ngân hàng nước ngoài.

Thành tựu bước đầu có tính đột phá của hệ thống ngân hàng mới là vượt qua nỗi ám ảnh của tâm lý sợ “tiền ra thì giá lên”. Chỉ trong vài tháng cuối năm 1990, lãi suất tiền gửi đã hạ từ 12%/tháng xuống 2%/tháng, cung tiền tăng nhanh với tốc độ 30–40%/năm, khắc phục nạn khan hiếm tiền mặt, tín dụng ngoài ngân hàng lùi nhanh nhường chỗ cho thị trường tiền tệ chính thức phân phối nguồn lực tài chính cho kinh tế thị trường nảy nở sôi động.

Trong giai đoạn khởi phát, hệ thống ngân hàng Việt Nam không tránh khỏi non nớt nhưng bù lại là sự thận trọng, sự quan tâm sát sao của Thường trực Chính phủ với mục tiêu là duy trì ổn định kinh tế vĩ mô, quá trình tự do hóa được nới lỏng dần dần. Tiến trình ấy đã giúp

ngân hàng có những thành công gây ấn tượng, đáp ứng nhu cầu tăng trưởng kinh tế nhanh và ổn định, vượt qua những cú sốc kinh tế trong nước và khu vực.

Việc thực hiện tư duy và chủ trương đổi mới ngành ngân hàng, được thể hiện trong hai pháp lệnh về ngân hàng, vì nhiều nguyên nhân, chưa được nhất quán, liên tục, mạnh mẽ, với những bước phát triển mới cần thiết. Thành tựu lẽ ra đã có thể lớn hơn. Hệ thống ngân hàng Việt Nam còn đang vận động đi lên trong tiến trình tiếp tục đổi mới, và nếu tiến trình ấy có những bước cải cách nhanh hơn, Ngân hàng Nhà nước sớm trở thành Ngân hàng Trung ương chủ động, hiện đại, và các ngân hàng thương mại khỏe mạnh... thì mức độ thành công sẽ vượt trội.

5.3.2 Tín dụng phi chính thức

Tín dụng phi chính thức rất phổ biến ở cuối những năm 1970 cho tới đầu những năm 1990. Lý do chính là vì hoạt động ngân hàng tập trung phục vụ khu vực quốc doanh với các khoản đầu tư phát triển công nghiệp qui mô lớn từ năm 1978 đến năm 1986. Do các vấn đề sở hữu cá nhân và tài sản cá nhân còn có nhiều tranh cãi, nên người dân không hào hứng chuyển tài sản tích trữ thành các khoản tiền gửi trong ngân hàng. Việc vay vốn cho hoạt động sản xuất và kinh doanh cá nhân lại càng khó khăn.

Về nguồn cung tín dụng, khoản tiết kiệm từ thu nhập chính thức, chủ yếu là lương, cơ bản không thể nhiều khi mức thu nhập bình quân đầu người hàng năm ở giai đoạn này dưới 200 USD. Với những khoản thặng dư tài chính từ việc mua bán, trao đổi thì người dân tránh gửi vào ngân hàng hay các tổ chức tín dụng quốc doanh bởi hoạt động này ít nhiều chưa được pháp luật cho phép đầy đủ. Những hộ gia đình có tích lũy theo cách này thường giữ tiền hay vàng tại nhà.

Trong khi đó, các cơ sở kinh tế tư nhân cần vốn để hoạt động và không tiếp cận được nguồn tín dụng ngân hàng, phổ biến là do không có tài sản thế chấp và chính sách của ngân hàng không khuyến khích những khoản vay này. Một thị trường tín dụng phi chính thức dần được hình thành, cung cấp giải pháp thỏa mãn nhu cầu từ cả hai phía dư vốn và thiếu vốn.

Hoạt động kinh tế tư nhân có ba nguồn tài trợ “ngầm”. Phổ biến nhất là *hụi* (hay *họ*) - một hình thức tín dụng xoay vòng phổ biến ở nhiều nước. Một nhóm các cá nhân cam kết thực hiện mức đóng góp cố định trong từng kỳ, thường từ 1 đến 3 tháng. Các thành viên tham gia đóng góp sẽ lần lượt có quyền sử dụng toàn bộ số tiền của nhóm trong kỳ. Để có quyền sử dụng tiền trước, các thành viên sẽ tiến hành rút thăm hoặc cạnh tranh nhau bằng mức lãi suất dùng vốn. Người trả lãi cao nhất cho nhóm sẽ được ưu tiên nhận tiền góp của nhóm trước. Đóng *hụi* (hay *góp họ*) phát triển rất mạnh. Một số nhóm *hụi* qui mô lớn ở thành phố Hồ Chí Minh thậm chí còn cho phép rút vốn tại Hồng Kông hay Đài Loan (Shale, 1995:[102]).

Một nguồn vốn khác cho các cơ sở tư nhân hoạt động là tiền tích lũy của gia tộc, hoặc do người chủ gia đình tích cóp hay được họ hàng thân thích gửi gắm để làm ăn sinh lời.

Ngoài ra, còn có những khoản tiền bằng ngoại tệ do người thân ở nước ngoài gửi về. Hình thức này ban đầu phổ biến ở miền Nam, sau xuất hiện ở miền Bắc khi số người học tập và làm việc ở các nước Đông Âu ngày một nhiều hơn.

Hiệu quả của tín dụng phi chính thức thể hiện qua vận hành và phát triển của hệ thống kinh tế ngoài nhà nước. Tuy vậy, do phát triển với nền móng quan hệ xã hội theo kiểu từ cá nhân này dắt qua cá nhân khác, lại không được pháp luật bảo hộ, nên khi có sự cố ở một mắt xích, sẽ nhanh chóng dẫn tới đổ vỡ cả hệ thống, gây xáo trộn và mất ổn định đời sống của một bộ phận lớn người dân. Nhiều bài học đã được rút ra từ đổ vỡ tín dụng đầu những năm 1990 với ảnh hưởng từ khu vực phi chính thức lẫn cả sang khu vực chính thức.

Hoạt động tín dụng tự phát của người dân trên thị trường có sức sống bền bỉ. Cho tới thập kỷ đầu tiên của thế kỷ XXI, hệ thống ngân hàng thương mại đã phát triển mạnh mẽ về cả số lượng, quy mô vốn, phạm vi hoạt động, sản phẩm dịch vụ đa dạng, nhưng tín dụng “nhân dân” vẫn tiếp tục hoạt động, thường quan sát thấy tại các vùng nông thôn và trong giới tiểu thương.

5.3.3 Góp vốn cổ phần

Các công ty cổ phần bắt đầu ra đời vào đầu những năm 1990. Hình thức góp vốn cổ phần thực tế có bản chất tài chính gần gũi với giới doanh thương Việt Nam từ rất lâu. Các ngân hàng thương mại đầu tiên ở Việt Nam được thành lập trong năm 1945 đều nhận vốn góp cổ phần. Tuy nhiên, sau một thời gian dài trầm lắng của kinh tế dân doanh, việc phát triển trở lại của các công ty trách nhiệm hữu hạn và công ty cổ phần huy động vốn góp của cổ đông thực sự khởi động lại từ sau năm 1989.

Những kết quả ban đầu khá khiêm tốn. Tính đến năm 1990, có khoảng 1000 doanh nghiệp dân doanh được thành lập. Quá trình này còn được gọi là *công ty hóa* các bộ phận kinh tế sở hữu phi quốc doanh, vốn vẫn có hoạt động sản xuất kinh doanh từ trước nhưng chưa có đầy đủ điều kiện pháp lý, tài chính và nguồn lực để phát triển mạnh mẽ. Nhưng kể từ đây, vốn cổ phần trở thành khởi phát của nhiều hình thái kinh tế và thị trường quan trọng.

Trên thực tế, sự ra đời của doanh nghiệp với vốn góp cổ phần và điều kiện pháp lý đảm bảo hoạt động sau khi ban hành Hiến pháp sửa đổi năm 1992 đã đánh dấu một bước thay đổi căn bản bản chất kinh tế - xã hội. Động lực lợi ích kinh tế thương mại được “qui chuẩn hóa” trong hành vi đầu tư của lực lượng dân cư đông đảo. Đây cũng là nguồn gốc dẫn tới sự hình thành của các loại thị trường lao động, thị trường vốn, các mảng hoạt động kinh doanh mới như M&A và dịch vụ tài chính doanh nghiệp v.v..

Chúng ta sẽ tiếp tục xem xét vai trò, ảnh hưởng và xu hướng của hoạt động góp vốn cổ phần trong các chương sau. Ghi nhận vào ngay lúc này là tầm quan trọng của một phạm trù và phương tiện nguồn lực tài chính cho nền kinh tế mới chỉ thực sự được kích hoạt trong quãng thời gian chưa đầy 2 thập kỷ. Thế nhưng, khoảng thời gian rất ngắn đó cũng đủ để nó trở thành tác nhân kinh tế thuộc hàng quan trọng nhất trong lịch sử phát triển kinh tế Việt Nam.

Vì sao phải quan tâm hệ thống kinh tế tài chính?

Thị trường tài chính luôn là cấu phần quan trọng của hệ thống kinh tế hiện đại. Thông qua tương tác giữa các nhân tố trên thị trường tài chính, dòng vốn nhàn rỗi được chuyển tới nơi cần sử dụng. Cũng nhờ

đó, mà nguồn lực hữu hạn trong một nền kinh tế được phân bổ hiệu quả. Đây cũng chính là khái niệm cốt lõi của mọi hoạt động kinh tế. Dù còn nhiều tranh cãi, nhưng mức độ phát triển của thị trường tài chính vẫn được xem như thước đo năng lực và trình độ của nền kinh tế.

Trên thực tế, để phát triển một thị trường tài chính cần có những điều kiện cụ thể. Hành lang pháp lý và các chế tài luật pháp được xây dựng đủ để đảm bảo quyền lợi của các bên tham gia thị trường và ngăn ngừa, hạn chế các hành vi gian lận. Tư duy kinh tế thừa nhận sự tồn tại và vận hành của các đơn vị kinh tế tư nhân. Môi trường kinh tế tạo điều kiện thuận lợi cho các nguyên lý thị trường phát huy tác dụng. Các thành phần tham gia thị trường được tự do lựa chọn quyết định kinh tế. Lăn ngược lại lịch sử phát triển thị trường tài chính Việt Nam không chỉ làm giàu thêm hiểu biết về những thành tựu của Đổi Mới kinh tế, mà còn giúp xác định vị thế tương đối của chúng ta với khu vực và quốc tế.

Chương 6

Đặc trưng biến động kinh tế trong quá trình chuyển đổi

Thời kỳ 1991-2008 là gần hai thập kỷ tăng trưởng ổn định ở mức cao của nền kinh tế Việt Nam. Đây cũng là thời kỳ biến đổi kinh tế quan trọng bậc nhất của Việt Nam kể từ sau năm 1986 với các đặc trưng về cấu trúc vĩ mô và sự tiến triển của các phương thức tương tác vĩ mô. Ba biến cố kinh tế vào các giai đoạn 1991-1992, 1997-1998 và 2007-2008 có những khác biệt về (i) Bản chất kinh tế; (ii) Quy mô và độ sâu của thay đổi; (iii) Điểm xuất phát và kết cục; và (iv) Yêu cầu các lựa chọn vĩ mô.

Tiến trình vận động của nền kinh tế ghi nhận các thời kỳ có nhiều xáo trộn như điểm đánh dấu khởi đầu của một giai đoạn phát triển mới. Các biến cố kinh tế tại Việt Nam trong hai năm 1997-1998 chịu ảnh hưởng lan truyền từ khủng hoảng tài chính - tiền tệ của khu vực, với tư cách một thành viên của kinh tế khu vực.¹ Thay đổi kinh tế của một thập kỷ sau, 2007-2008, diễn ra cùng lúc với khủng hoảng tín dụng toàn cầu, bắt nguồn từ vấn nạn nợ dưới chuẩn nhà ở tại Hoa Kỳ và nhanh chóng phản ánh tiêu cực lên các hệ thống tài chính quốc tế, trong đó có Việt Nam.

Độ sâu, góc xuất phát và sự ràng buộc của các lựa chọn vĩ mô với

¹ Việt Nam chính thức tham gia ASEAN ngày 25/7/1995, tham gia Khu vực Thương mại Tự do ASEAN (AFTA) từ 1/1/1996, thành viên chính thức của Diễn đàn Hợp tác Kinh tế châu Á - Thái Bình Dương (APEC) vào tháng 11/1998.

quyết định hành vi vi mô ngày một tăng lên, chủ yếu do sự hội nhập kinh tế sâu sắc của Việt Nam. Một mặt, điều này thúc đẩy gia tăng sự thách thức của hiệu quả chính sách vĩ mô, do quá trình cân nhắc ảnh hưởng hành vi vi mô – vốn rất khó định lượng – ngày càng chiếm trọng số lớn hơn. Mặt khác, đây là cơ hội chưa từng có để cơ cấu điều hành vĩ mô nền kinh tế Việt Nam cải thiện vượt bậc, trong bối cảnh nền kinh tế quốc dân bước vào giai đoạn thay đổi đột biến dưới sức ép hội nhập và toàn cầu hóa (Chính và Hoàng: 2008, [84]).

Đặc trưng kinh tế của các giai đoạn 1991-1992, 1997-1998 và 2007-2008 cùng được ghi nhận với những tín hiệu suy giảm tăng trưởng kinh tế, đầu tư và tiêu dùng thu hẹp, kinh doanh khó khăn, tốc độ chậm, cơ hội việc làm sụt giảm, đời sống người dân khó khăn... Tuy vậy, xem xét các vấn đề nền tảng kinh tế vĩ mô cho thấy có những khác biệt về nguồn gốc, mức độ phức tạp và tác động của các giải pháp vĩ mô giữa hai giai đoạn.

Khủng hoảng tài chính - tiền tệ Đông Á năm 1997 là nguyên nhân trực tiếp khiến các đối tác đến từ những quốc gia trong khu vực từ bỏ hoặc tạm dừng triển khai hoạt động đầu tư tại Việt Nam. Mất đi nguồn lực đóng góp 5%-10% GDP, nền kinh tế khó tránh khỏi tình trạng suy thoái. Với nhiều vấn đề nảy sinh đồng thời như tụt giảm trên thị trường chứng khoán, năng lực thanh khoản kém của hệ thống ngân hàng thương mại, tiền đồng Việt Nam mất giá nhanh trên thị trường ngoại hối, và mức giá cả tăng cao... rất khó xác định đâu là nguyên nhân căn bản của những khó khăn kinh tế hiện rõ kể từ tháng 3/2008. Và câu chuyện của Thái Lan và Đông Á năm 1997 đã không tái hiện với Việt Nam.

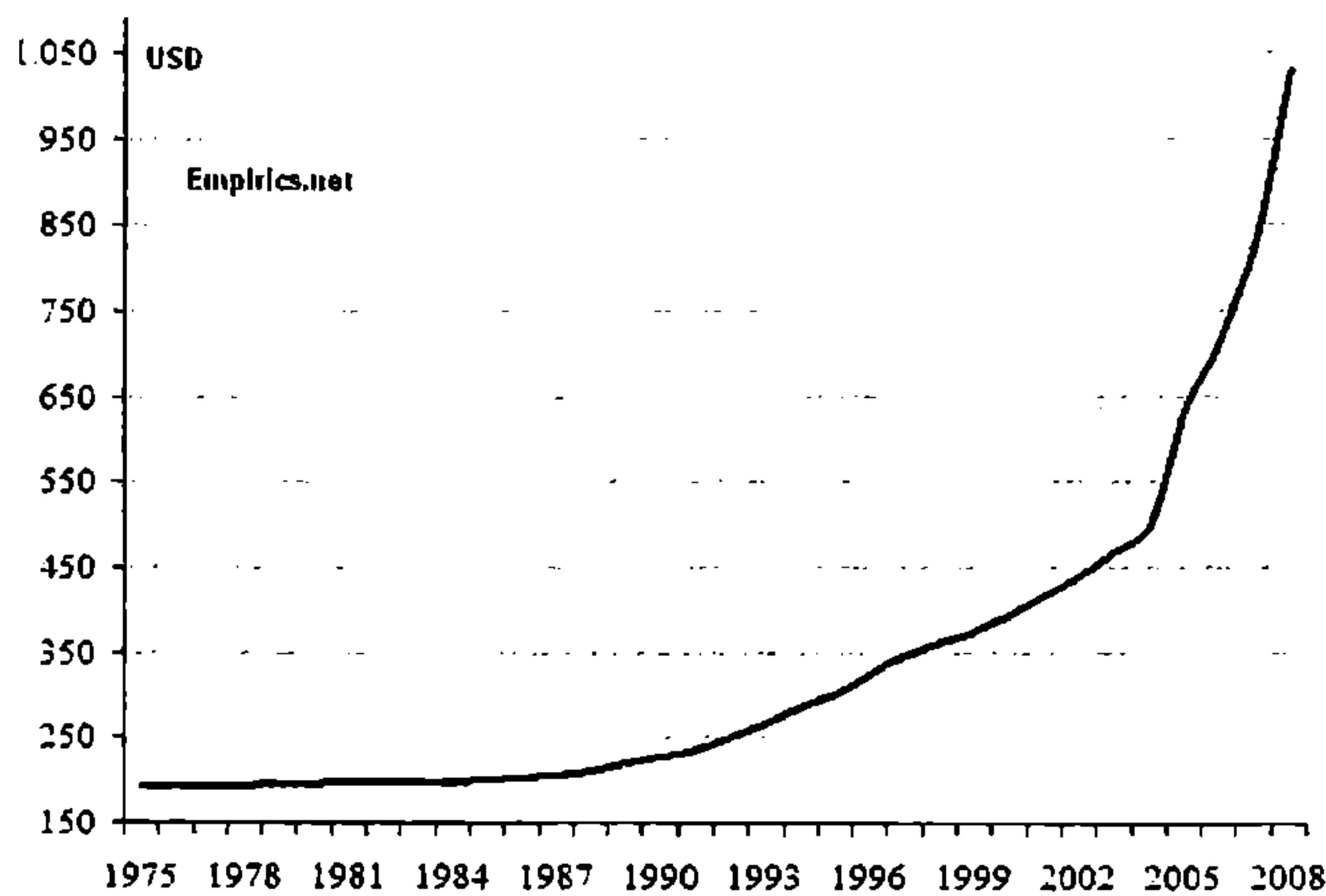
So sánh khác biệt giữa các giai đoạn biến động gợi mở hướng tiếp tục phát triển mối quan hệ nhân quả giữa quyết sách vĩ mô và thực tế vận hành vi mô, vai trò của văn hóa và truyền thống kinh doanh trong các thời kỳ khó khăn kinh tế, tác động của truyền thông tới niềm tin của công chúng vào năng lực của hệ thống kinh tế và hiệu quả của công cụ chính sách.

Biến động kinh tế mang tính tất yếu. Nhưng cần nắm vững bản chất và tiến trình vận động, loại hình, qui mô, độ sâu ảnh hưởng để phát hiện vấn đề cốt yếu, đúc kết bài học kinh nghiệm và tìm hướng đi hợp lý cho

quãng đường phía trước.

6.1 Sơ lược quá trình chuyển đổi

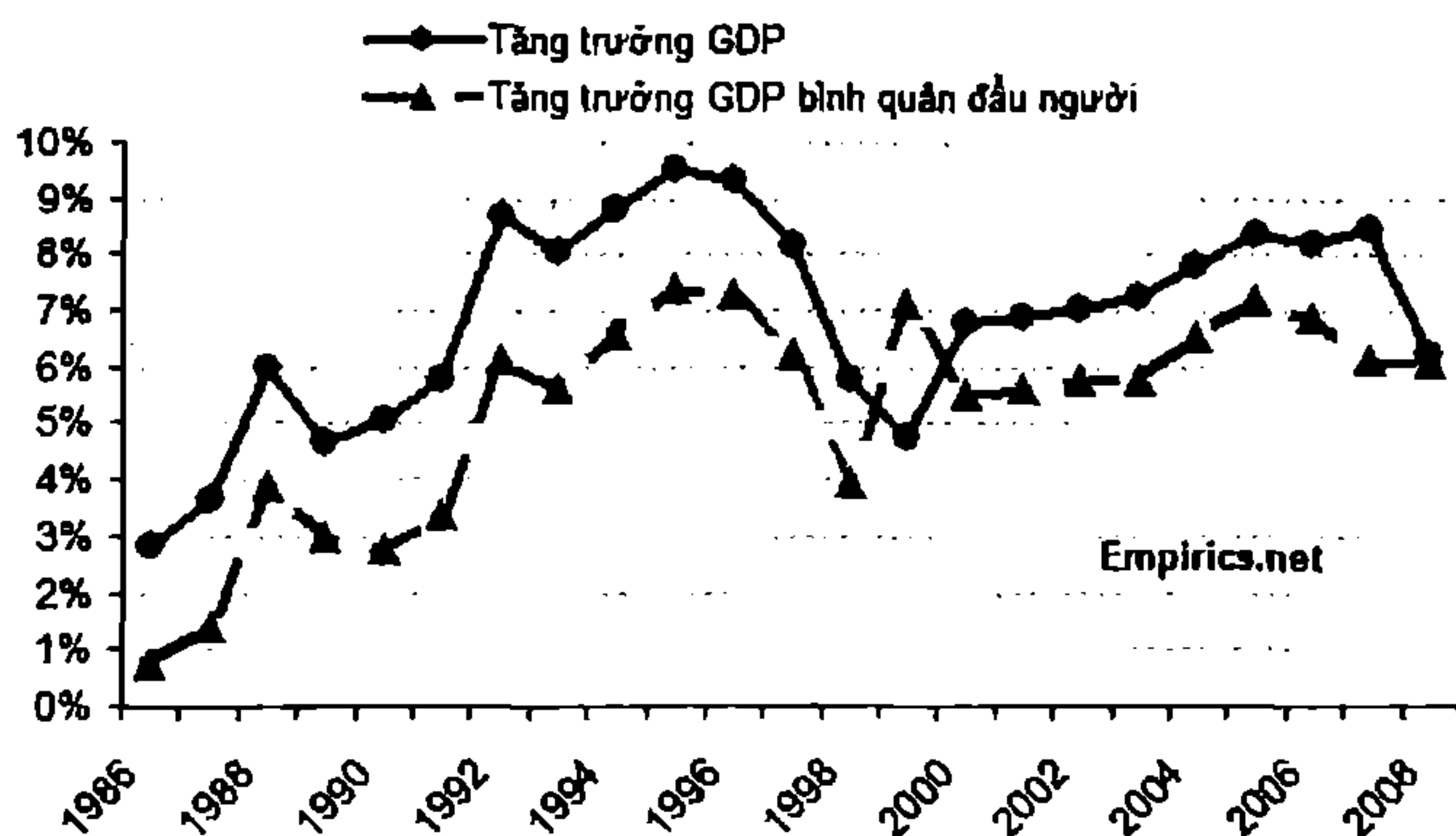
Từ năm 1975 đến năm 1986, thu nhập quốc dân bình quân đầu người giữ mức tăng đều đặn 1% mỗi năm. Đường cong trong hình 6.1 bắt đầu uốn lên mạnh mẽ vào năm 1988, hai năm sau khi các chính sách Đổi Mới kinh tế được thực hiện. Quá trình chuyển đổi từ kinh tế kế hoạch hóa tập trung sang cơ chế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa mang lại nhiều cải thiện tích cực cho đời sống người dân. Trong 5 năm, 1987-1991, tốc độ tăng thu nhập bình quân là 3%/năm. Giai đoạn gần hai thập kỷ tiếp sau đó ghi nhận mức tăng trưởng kinh tế cao hơn nhiều, từ 6-7% mỗi năm.



Hình 6.1: GDP bình quân đầu người
Nguồn: Dan Houtte, Vuong & Partners

Việt Nam duy trì tăng trưởng kinh tế ổn định trong phần lớn thập kỷ 1990 (xem hình 6.2). GDP hàng năm tăng trưởng từ 8-9%, ngoại trừ hai năm cuối do tác động của cuộc khủng hoảng tài chính - tiền tệ châu Á tới nền kinh tế khu vực. Quá trình phục hồi diễn ra trong 4 năm sau đó.

Mặc dù kỳ vọng tăng trưởng của năm 2008 đã được điều chỉnh giảm từ 9% xuống còn 6,5% bởi những biến động kinh tế, mức tăng trưởng kinh tế và mục tiêu đặt ra trong năm 2009 cũng không tới mức gây quá nhiều lo lắng trong năm khó khăn nhất kể từ khi tiến hành Đổi Mới.



Hình 6.2: Giai đoạn tăng trưởng thần kỳ từ khi tiến hành Đổi Mới

Nguồn: Dan Houtte, Vuong & Partners

Quá trình chuyển đổi kinh tế gắn liền với việc thực hiện các chính sách Đổi Mới dần được hoàn thiện qua các kỳ Đại hội Đảng. Đại hội VI (năm 1986) của Đảng khẳng định chuyển sang nền kinh tế hàng hóa nhiều thành phần, mở cửa theo định hướng xã hội chủ nghĩa. Đại hội VII (năm 1991) và Đại hội VIII (năm 1996) ghi nhận cơ chế thị trường. Đại hội IX (năm 2001) và Đại hội X (năm 2006) tiếp tục khẳng định phát triển nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa, chủ động hội nhập kinh tế quốc tế. Xuyên suốt các định hướng lớn này, nhiều chính sách đổi mới đã trở thành dấu mốc đánh dấu sự chuyển mình của nền kinh tế Việt Nam.

Thực hiện chính sách phát triển kinh tế nhiều thành phần, được đẩy mạnh từ sau năm 1989. Khu vực kinh tế nhà nước bởi vậy càng phải nỗ lực cải thiện năng lực cạnh tranh để giữ vững vai trò chủ đạo theo định hướng của Đảng. Khu vực kinh tế tư nhân có đóng góp ngày càng quan trọng và trở thành động lực phát triển của kinh tế Việt Nam.

Đổi mới hệ thống tài chính, ngân hàng, thương mại. Hình thành một hệ thống ngân hàng thương mại gồm các ngân hàng nhà nước, ngân hàng cổ phần, chi nhánh ngân hàng nước ngoài, ngân hàng liên doanh, ngân hàng 100% vốn nước ngoài và các tổ chức tài chính có yếu tố nước ngoài. Áp dụng cơ chế thị trường trong lĩnh vực giá cả, tỷ giá, lãi suất, xóa bỏ cơ chế Nhà nước định giá. Ngoại trừ một số hàng hóa chiến lược như điện, nước, bưu chính, viễn thông, vận tải, hàng không..., cơ chế thị trường được áp dụng trong việc xác định giá cả giao dịch của phần lớn các loại hàng hóa. Tự do hóa thương mại được nỗ lực triển khai. Chế độ Nhà nước độc quyền phân phối hàng hóa và dịch vụ bị bãi bỏ. Doanh nghiệp thuộc mọi thành phần kinh tế đều được tham gia hoạt động thương mại trong nước và quốc tế.

Đổi mới chính sách phát triển nông nghiệp. Hình thức khoán hộ đã được áp dụng ngay thời kỳ đầu của Đổi Mới. Sau đó, lần lượt các chính sách giao đất, giao rừng cho nông dân kinh doanh lâu dài đi vào đời sống nông nghiệp, nông thôn. Nhiều hộ gia đình thực sự trở thành đơn vị kinh doanh nông nghiệp với những hình thức sản xuất trang trại qui mô lớn trong các lĩnh vực trồng trọt, chăn nuôi ở cả đồng bằng và miền núi.

Chủ động hội nhập khu vực và quốc tế theo hướng đa phương hóa, đa dạng hóa các quan hệ kinh tế đối ngoại. Quan hệ với các tổ chức tài chính quốc tế như IMF, WB trở lại bình thường. Các cam kết hợp tác và mở cửa thương mại được ghi nhận với Trung Quốc, Hoa Kỳ, ASEAN, EU... Việt Nam không chỉ trở thành thành viên chính thức mà còn là thành viên năng động, tích cực tại các tổ chức đa phương như WTO, APEC, ASEM, Liên hợp quốc...

Hình thành hệ thống luật pháp phù hợp với cơ chế thị trường với việc ban hành nhiều luật mới như: Bộ Luật Dân sự, Luật Đầu tư, Luật Thương mại, Luật Ngân hàng và các Tổ chức tín dụng, Luật Doanh nghiệp, các luật về thuế...

Luật Đầu tư nước ngoài tại Việt Nam là một mốc quan trọng trên chặng đường Đổi Mới của Việt Nam. Đây là văn bản pháp lý cao nhất khuyến khích và điều chỉnh hoạt động đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) tại Việt Nam. Từ sau 1988, FDI thực sự trở thành một động lực quan trọng của tăng trưởng kinh tế (WB: 1998, [8]). Vị thế quan trọng của

FDI ngày càng được khẳng định trong nền kinh tế Việt Nam. Các dự án FDI góp phần nâng cao năng suất lao động và tạo ra những nguồn thu nhập mới. Khủng hoảng tài chính - tiền tệ châu Á đã cản trở hoạt động FDI tại Việt Nam cho tới tận năm 2004. Tuy vậy, vốn FDI đăng ký vào Việt Nam vẫn liên tục tăng lên qua các năm nhưng có sụt giảm số lượng dự án trong giai đoạn 1997-2005 (xem hình 11.5). Mặt khác, mức thu nhập tốt hơn của người dân và tốc độ tăng trưởng GDP cao hấp dẫn các nhà đầu tư nước ngoài đến Việt Nam, coi đây như điểm đến lý tưởng với thị trường và cơ hội rộng mở.

Tổng kết về 20 năm Đổi Mới, Báo cáo chính trị của Đại hội đại biểu lần thứ X Đảng Cộng sản Việt Nam khẳng định: *Đất nước đã ra khỏi khủng hoảng kinh tế - xã hội, ...kinh tế tăng trưởng khá nhanh, bước đầu hình thành nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa, đang đẩy mạnh công nghiệp hóa, hiện đại hóa, đời sống nhân dân được cải thiện đáng kể, hệ thống chính trị và khối đại đoàn kết dân tộc do Đảng lãnh đạo được củng cố và tăng cường, sức mạnh tổng hợp của đất nước tăng lên nhiều, vị thế nước ta trên trường quốc tế không ngừng được nâng cao.*²

Đánh giá của Tổng Bí thư được khẳng định bằng những con số thống kê cụ thể. Tăng trưởng GDP của giai đoạn 1991-2000 bình quân ở mức 7,4% mỗi năm, 2001-2003 đạt 7,1%/năm, 2004-2007 đạt 8,04%/năm. GDP bình quân đầu người tới năm 2008 đã vượt ngưỡng 1.000 USD, cao gấp 3,2 lần so với năm 1990. Đây là mốc thu nhập đưa Việt Nam lần đầu tiên ra khỏi danh sách các nước nghèo trên thế giới. Giá trị sản lượng công nghiệp từ năm 1991 đến năm 2008 tăng bình quân hàng năm 13%. Việt Nam từ một quốc gia thiếu lương thực, mỗi năm phải nhập khẩu từ 50 vạn đến 1 triệu tấn lương thực, đã trở thành nước xuất khẩu gạo đứng thứ hai thế giới. Bước ra khỏi nền sản xuất nông nghiệp lạc hậu, Việt Nam là nhà xuất khẩu đứng đầu thế giới về hạt tiêu, thứ hai về cà phê và hạt điều, thứ tư về cao su... Cơ cấu kinh tế chuyển biến tích cực theo hướng công nghiệp hóa, hiện đại hóa. Tỷ trọng nông nghiệp trong GDP giảm dần từ 46,3% (năm 1988) xuống còn 20,3% (năm 2007). Tỷ trọng công nghiệp tăng nhanh và liên tục từ 21,6% (năm 1988) lên 41,6% (năm 2007). Trong lĩnh vực thương mại, tổng kim ngạch xuất

²Đảng Cộng sản Việt Nam: *Văn kiện Đại hội đại biểu toàn quốc lần thứ X*, Nxb. Chính trị quốc gia, Hà Nội, 2006

khẩu hàng hóa trước Đổi Mới chỉ đạt bình quân 1 tỷ USD/năm thì đến năm 2008 đã vượt trên 64 tỷ USD.

Cùng với dòng vốn nước ngoài, các ngân hàng và tổ chức tài chính quốc tế xuất hiện tại Việt Nam ngày càng nhiều hơn. Từ năm 1992 đến năm 1997, có 24 chi nhánh ngân hàng nước ngoài và 5 ngân hàng liên doanh được thành lập và hoạt động chủ yếu tại hai trung tâm kinh tế Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh. Rất mau chóng, các tổ chức này trở thành một phần quan trọng trong hệ thống tài chính Việt Nam. Thị trường tài chính, theo đó, cũng nhận được nhiều quan tâm hơn như một giải pháp tổng thể cho tăng trưởng kinh tế - xã hội.

Trong những biến chuyển sâu sắc khác trong giai đoạn chuyển đổi còn phải kể tới nỗ lực cải thiện năng lực cạnh tranh của khu vực kinh tế nhà nước và vai trò ngày một nổi bật của khu vực kinh tế tư nhân. Bắt đầu từ đột phá trong tư duy kinh tế, hoạt động tích cực và chủ động của các lực lượng kinh tế thị trường đã tạo nên động lực phát triển cho kinh tế Việt Nam.³

6.2 Đặc trưng các thời điểm biến động

Mỗi giai đoạn phát triển kinh tế đều có đặc trưng riêng (xem bảng 6.2). Liệu pháp vĩ mô được triển khai để khắc phục khủng hoảng và phục hồi tăng trưởng bởi vậy có nhiều khác biệt.

Tình trạng giảm phát và mức lãi suất dương liên tục trong 5 năm, 1996-2000, tạo điều kiện để Chính phủ theo đuổi chính sách tiền tệ mở rộng ở thời kỳ này. Lãi suất được cắt giảm nhằm khuyến khích đầu tư và tiêu dùng. Đồng Việt Nam được hiệu chỉnh giảm giá đều nhằm hỗ trợ xuất khẩu, tăng năng lực cạnh tranh cho hàng hóa nội địa và tính hấp dẫn của các cơ hội kinh doanh tại Việt Nam.

Ngược lại, chỉ số giá tiêu dùng không ngừng tăng lên gây áp lực cho Ngân hàng Nhà nước kể từ cuối năm 2007. Chính sách tiền tệ thắt chặt được sử dụng với gần như toàn bộ công cụ điều chỉnh tiền tệ. Lãi suất tái cấp vốn, lãi suất chiết khấu, lãi suất cơ bản, biên độ lãi suất kinh doanh đồng loạt điều chỉnh tăng. Các nghiệp vụ thị trường mở cũng

³Tiến trình đổi mới tư duy kinh tế được trình bày chi tiết hơn trong Chương 7.

được áp dụng trong điều chỉnh cung tiền nhưng không mang lại kết quả như trông đợi.

Bảng 6.1: Quy mô tài sản và nhu cầu vốn doanh nghiệp nhỏ và vừa

Ngành kinh doanh	Tài sản	Nhu cầu vốn
Điện gia dụng	1,1	0,4
Nhựa	2,0	1,0
Trang sức	4,0	1,5
Quạt	1,2	1,2
Gỗ	5,0	4,0
Sơn	0,5	0,4
Hải sản	0,8	0,8
Bình quân	2,1	1,3

Nguồn: Hoàng, 1997,[120]. Đơn vị tính: triệu USD

Cuộc khủng hoảng tài chính - tiền tệ châu Á năm 1997 gây gián đoạn dòng vốn đầu tư nước ngoài khiến hàng loạt dự án đầu tư tại Việt Nam chậm tiến độ, hoặc buộc phải dừng không thời hạn. Tuy vậy, phần đông đối tác trong nước tham gia các dự án có vốn đầu tư nước ngoài đều đóng góp bằng đất đai, nhà xưởng, hay đội ngũ nhân lực. Bởi vậy, ngưng trệ các dự án đầu tư chỉ đồng nghĩa với việc các tài sản này chưa tham gia vào quá trình tạo ra giá trị mới chứ không hình thành áp lực tài chính đáng kể nào lên cỗ máy kinh doanh.

Trong tình huống thị trường chứng khoán sụt giảm mạnh vào đầu năm 2008, cánh cửa huy động vốn thiết yếu của nhiều doanh nghiệp đã khép lại, đẩy họ lâm vào tình trạng khó khăn chi trả do lượng vốn tích lũy và huy động trước đó hầu như đã đưa toàn bộ vào các dự án triển khai dang dở. Hơn thế, nhiều quyết định tiêu dùng và đầu tư đã được thực hiện ngay trong quá trình lập kế hoạch kinh doanh và huy động vốn mới - mà sau này trở nên không còn khả thi. Doanh nghiệp chỉ còn kênh tín dụng của hệ thống ngân hàng để giải quyết nhu cầu chi trả trước mắt. Đây là nhiệm vụ khó khăn bởi chính hệ thống ngân hàng cũng sa lầy với các khoản vay cầm cố chứng khoán, đầu tư bất động sản làm suy yếu năng lực thanh khoản của hệ thống tín dụng. Trong quý II/2008, người ta đã chứng kiến cuộc đua lãi suất huy động tiền gửi giữa các ngân hàng thương mại.

Tương phản về quy mô doanh nghiệp cũng thể hiện rất rõ ràng giữa bức tranh của những năm 1990 và những năm đầu tiên của thế kỷ XXI. Vào những năm 1990, các doanh nghiệp tồn tại và phát triển chủ yếu nhờ khả năng xoay trở nhanh nhẹn trước khó khăn. Kết quả khảo sát 12 doanh nghiệp vừa và nhỏ có vị thế đứng đầu trong mỗi ngành cho thấy, nhu cầu vốn và qui mô tài sản dừng ở mức một vài triệu USD (xem bảng 6.1).⁴ 10 năm sau, những doanh nghiệp có tài sản hàng trăm tỷ đồng, dự án đầu tư nhiều triệu đôla Mỹ đã không còn khiến công chúng ngạc nhiên. Điều gì đã tạo nên sự khác biệt này? Với hình thể lực lưỡng hơn nhiều lần, sức mạnh cạnh tranh và năng lực tạo thêm giá trị liệu có tăng thêm tương xứng?

⁴Hoàng: 1997, [120]

Bảng 6.2: So sánh đặc trưng kinh tế vĩ mô các giai đoạn biến động

Tiêu chí	Nội dung		
	1991-1992	1997-1998	2007-2008
Tăng trưởng	7% (Bình quân năm)	1993-1997: 9% (Bình quân năm) 1998-2000: 7-8%	2002-2007: 7,9% (Bình quân năm) 6/2008: 6,5%
Lạm phát	Cao: 67,5% (1991) Có xu hướng giảm mạnh	1996-2000: Thiếu phát Lãi suất dương: 4,6%p.a. (1996-2000)	Tăng liên tục. 2007: 12,6%. 5 tháng đầu năm 2008: tăng giá 19%
Lãi suất	Sử dụng công cụ lãi suất thực dương để giảm lạm phát	Giảm lãi suất chiết khấu: thấp hơn 0,05%/tháng so với lãi suất tái cấp vốn Giảm lãi suất tái cấp vốn: -0,4%; 4/9/1999 Chênh lệch lãi suất kinh doanh: 4,2%p.a.	Tăng lãi suất tái cấp vốn: +1%; 30/1/2008 Tăng lãi suất chiết khấu: + 1,5%; 30/1/2008 Tăng lãi suất cơ bản: 14%/năm; 10/6/2008 Lãi suất kinh doanh không vượt quá $\pm 150\%$ lãi suất cơ bản
Tỷ giá hối đoái	Chuyển dịch thanh toán sang ngoại tệ mạnh (USD...)	Đồng Việt Nam giảm giá với tốc độ đều. 17% trong 12 tháng với 3 lần điều chỉnh	Đồng Việt Nam tăng giá trong 2006-2007 và giảm giá đột ngột từ đầu năm 2008. Chênh lệch giữa thị trường chính thức và tự do có lúc tới 20%.
xem tiếp trang sau			

<i>tiếp theo trang trước</i>			
Đầu tư nước ngoài	Qui mô FDI còn hạn chế Không còn nguồn viện trợ từ Liên Xô và khối XHCN. ODA nhỏ	FDI chiếm tỷ trọng tuyệt đối. Dòng vốn nước ngoài trì trệ và sụt giảm. Vốn thực hiện năm 1998 giảm 24% so với 1997	Dòng vốn nước ngoài tăng mạnh. Đầu tư gián tiếp chiếm ưu thế: gấp gần 3 lần FDI vào năm 2007.
Thị trường chứng khoán	Chưa có	Chưa có	Qui mô. Lực lượng tham gia đông đảo. Liên thông với thị trường tiền tệ, bất động sản (Hoàng, 2008,[113]) Ảnh hưởng kinh tế-xã hội rộng khắp
Mức độ hội nhập	Khối các nước XHCN	Khu vực: ASEAN (1995), AFTA (1996), APEC (1998)	Toàn cầu: US-BTA (2001), WTO (2007)

6.3 Luận điểm cốt lõi và vấn đề gợi mở

Kinh tế toàn cầu đang hội nhập sâu sắc và sự đan xen ngành nghề, tác động qua lại giữa các tổ chức kinh tế, vùng lãnh thổ quốc gia cũng tăng lên nhanh chóng. Chúng ta đã chứng kiến hai năm 2007 và 2008 với những biến động kinh tế nhiều chiều của nền kinh tế thế giới mà đặc biệt trong đó là thị trường tài chính tiền tệ toàn cầu. Câu hỏi được đặt ra là “liệu những sự kiện này chỉ mang tính thời điểm, hay chúng là sự khởi đầu của những quá trình có tính cấu trúc mới?”

Ngày 6/12/2007, tại Paris, nhóm các quốc gia công nghiệp phát triển thuộc Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế (OECD) đưa ra dự báo kinh tế toàn cầu sẽ giảm tốc trong năm 2008. Tuy nhiên, hầu hết giới chính sách và nghiên cứu kinh tế, vào lúc đó, đều đồng thuận: nền kinh tế Hoa Kỳ chưa rơi nhanh vào suy thoái. Nguyên nhân toàn cầu của quá trình giảm tốc năm sau được gán cho việc thiết chế các điều kiện tín dụng ngặt nghèo hơn và các thị trường bất động sản toàn cầu sẽ tự chậm lại, một cách thận trọng.

Lúc này, khủng hoảng tín dụng nhà ở dưới chuẩn đã bắt đầu ở Hoa Kỳ. Các hệ thống phân tích cho rằng, nếu chỉ xét riêng ảnh hưởng vụ tín dụng bất động sản thì thiệt hại có thể rất ghê gớm. Nhưng may cho nền kinh tế của các nước thuộc OECD, nó xảy ra vào thời kỳ có tỷ lệ nhân dụng cao (số thất nghiệp giảm), doanh nghiệp có mức lợi suất mặt bằng cải thiện và nhiều nền kinh tế đang phát triển vẫn còn có thể giữ được đà tăng trưởng, vì thế tác hại đã không tới mức có thể làm suy sụp kinh tế toàn cầu ngay sau đó. Nhìn một cách toàn diện, mặc dù dự báo giảm, tình hình cũng không tới mức quá gây lo lắng cho các nền kinh tế lớn. Điều quan trọng nhất là tất cả cùng tin rằng sẽ không suy thoái toàn cục. Tuy thế, ảnh hưởng rất tiêu cực có thể dự báo được. Những cảnh báo đầu tiên đã được đưa ra và không nhận được nhiều sự chú ý ở Việt Nam vào cuối năm 2007 (Hoàng *et.al.*: 2008, [113, 111]). Đường như câu chuyện còn đang ở phía bên kia địa cầu.

Những nhận định này quá lạc quan! Không tới ba tháng sau, một trong những ngân hàng lớn nhất Hoa Kỳ là Bear Stearns tuyên bố phá sản, chấm dứt 85 năm hoạt động, do những khoản thua lỗ nặng từ cho vay bất động sản dưới chuẩn. Cơn bão tài chính đã nổi lên. Và cho tới

tận hết năm 2008, bão tài chính vẫn tiếp tục hoành hành trên khắp các châu lục, tàn phá nặng nề nền kinh tế số một hành tinh và đe dọa cuốn phăng những ngân hàng lớn nhất tại châu Âu và Nhật Bản. Hệ thống tài chính toàn cầu run rẩy. Trong bối cảnh đó, hãy xem điều gì diễn ra tại Việt Nam.

Kinh tế Việt Nam bước vào năm 2007 với nhiều tín hiệu tích cực phát đi từ những tháng cuối năm 2006. Ngày 11/1/2007, Việt Nam chính thức trở thành thành viên thứ 150 của WTO - sự kiện đánh dấu mốc hoàn thành hành trình dài 12 năm kể từ ngày nộp đơn xin gia nhập WTO. Thị trường chứng khoán Việt Nam bước sang tuổi thứ bảy cùng đà tăng nhanh chóng của chỉ số chứng khoán bắt đầu từ giữa 2006. Đầu năm 2007, VN-Index lần đầu được ghi nhận với 4 chữ số trong tháng 1/2007 và đạt mức cao nhất trong lịch sử là ngày 12/3/2007. Vốn FDI đăng ký vào Việt Nam trong năm 2006 cũng cao nhất tính từ năm 1988: 10,2 tỷ USD, tăng gấp 2 lần so với một năm trước. Tăng trưởng GDP của năm 2006 đạt 8,17% mặc dù có giảm đi 0,26% so với năm 2005 nhưng vẫn ở trên mức bình quân 7,51% của giai đoạn 2001-2005.

Tuy thế, mầm mống sốc nội sinh bắt đầu xuất hiện ngay từ tháng 2/2007 khi các chỉ số tăng trưởng thị trường vốn và tiền tệ không thực sự phản ánh bản chất cải thiện năng lực của nền kinh tế (2007:[112]). Những dấu hiệu này ngày càng bộc lộ rõ trong những tháng tiếp theo, đặc biệt trên thị trường chứng khoán.

Vào lúc cao điểm, tổng mức vốn hóa của thị trường chứng khoán đạt tới qui mô 20%-30% GDP, chủ yếu do bùng phát bong bóng giá tài sản tài chính. Theo thống kê của HOSE, tới tháng 12/2008, 98 công ty chứng khoán, 30 công ty quản lý quỹ, 350.000 tài khoản đầu tư cá nhân - trong đó có trên 12.000 của nhà đầu tư nước ngoài, tham gia các giao dịch tài sản tài chính tại Việt Nam.

Trong khi đó, một loạt những nhân tố căn bản cần thiết phải đảm bảo lại bị coi nhẹ, thậm chí bị bỏ qua. Các nhà đầu tư cá nhân tham gia thị trường chứng khoán với hiểu biết hạn chế. Truyền thông tài chính còn thiếu về số lượng, yếu về trình độ xử lý, và việc đảm bảo công bằng thông tin. Chăm sóc quan hệ với nhà đầu tư trở thành điểm nóng chỉ khi giá cổ phiếu bước sang thời kỳ sụt giảm kéo dài và vẫn bị nhầm lẫn,

xếp cùng nhóm với hoạt động PR, quảng cáo của doanh nghiệp.⁵

Các nguyên tắc quản trị và vấn đề xung đột lợi ích trong công ty đại chúng còn quá xa lạ. Nguồn lực huy động qua thị trường vốn được doanh nghiệp sử dụng tràn lan, kém hiệu quả vào các dự án mở rộng và lĩnh vực kinh doanh mới - nhiều nhất là bất động sản và tài chính - ngân hàng. Tăng trưởng nóng có dấu hiệu dựa vào “rent - seeking”. Các doanh nghiệp nỗ lực tìm kiếm ưu đãi và hỗ trợ chính sách thay vì cải thiện năng lực cạnh tranh.

Sang năm 2008, kinh tế Việt Nam cùng lúc đối mặt với nhiều thách thức lớn. Thị trường chứng khoán giảm sút, đẩy lùi chỉ số chứng khoán giao dịch tại HOSE về mức thấp nhất kể từ tháng 3/2006: 366 điểm của phiên giao dịch ngày 20/6/2008. Lạm phát trong ba tháng đầu năm vượt qua 9% và tăng lên tới 15% vào tháng 5/2008 tác động trực tiếp tới đời sống của đông đảo dân cư. Thị trường chứng khoán Việt Nam tiếp tục thử thách các nhà đầu tư khi kết thúc phiên giao dịch ngày 10/12/2008, VN-Index dừng lại ở mức 286,85 điểm, mức điểm thấp nhất của chính chỉ số này kể từ ngày 5/10/2005.

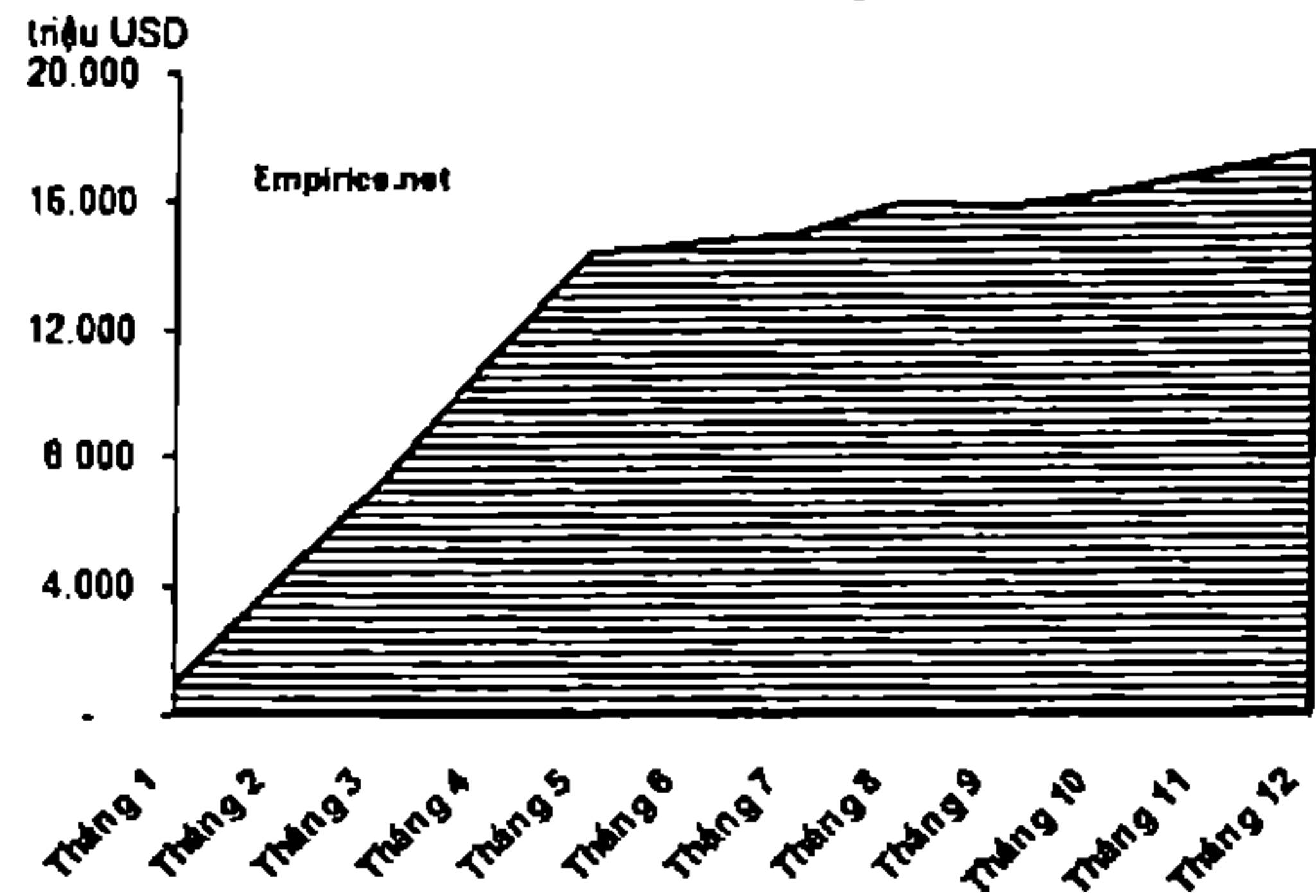
Hoạt động kinh doanh của cộng đồng doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn khi giá đầu vào tăng cao, lãi suất vay vốn qua kênh ngân hàng ở mức trên 20%/năm từ cuối tháng 3 cho đến hết tháng 7/2008. Cắt giảm chi phí, kể cả nhân lực, trở thành vấn đề phổ biến tại các đơn vị kinh doanh.

Bản thân các ngân hàng thương mại và tổ chức tín dụng cũng gặp khó khăn trong thanh khoản, liên tiếp phải nâng lãi suất huy động tiền gửi, thậm chí, có lúc tới gần 20%/năm. Ngân hàng Nhà nước không dưới hai lần điều chỉnh tăng lãi suất cơ bản, lên tới 14%/năm vào tháng 6/2008. Biên độ giao dịch tỷ giá hối đoái được nới rộng ra $\pm 2\%$ vào ngày 27/6/2008, đồng thời mức tỷ giá chính thức cũng được điều chỉnh tăng nhằm đối phó với áp lực gia tăng tỷ giá ngấp nghé 20.000 VND/USD trên thị trường. Thâm hụt thương mại 6 tháng đầu năm ở trên mức 14 tỷ USD.

Chính những biểu hiện đó là nguyên nhân trực tiếp làm xuất hiện nhiều lo ngại và cả ý kiến phân tích để cập tới khả năng một kịch bản tương tự với khủng hoảng tài chính - tiền tệ châu Á 1997 lặp lại với Việt

⁵2007: [106]

Hình 6.3: Thâm hụt thương mại năm 2008



Nguồn: Tổng cục Thống kê, 2008.

Nam. Tuy vậy, để trả lời câu hỏi liệu khủng hoảng có xảy ra hay không, và nếu có sẽ theo cách nào, cần có những quan sát cần trọng những yếu tố kinh tế vĩ mô có xét tới bối cảnh của khu vực và thế giới, cùng cấu trúc, nguyên lý vận hành vi mô của hệ thống kinh tế.

Tính phức tạp của biến cố kinh tế năm 2007-2008 càng tăng lên gấp bội khi hội nhập kinh tế quốc tế của Việt Nam từ cấp khu vực chuyển sang toàn cầu. Khủng hoảng nợ dưới chuẩn bất động sản tại Hoa Kỳ gửi một tín hiệu từ xa tới Việt Nam nhưng các cam kết tự do hóa hoạt động thương mại, dịch vụ, đầu tư thì rất cụ thể và trực tiếp. Không chỉ tăng lên về số lượng các đối tượng tham gia hoạt động kinh tế ở Việt Nam, các tổ chức và nhóm cá nhân cũng có hình thức đa dạng và phương thức tương tác tinh vi hơn. Xuất hiện những khái niệm mới trong hệ thống kinh tế như công ty đại chúng, tập đoàn kinh tế, đầu tư tài chính, thu mua - sáp nhập. Quá trình hội nhập kinh tế quốc tế cũng góp phần nâng cao nhận thức về các khái niệm phát triển thương hiệu, bảo hộ quyền sở hữu trí tuệ, truyền thông kinh doanh, quản trị xung đột trong công ty... Tính phức tạp cao cũng là một thách thức cho những nỗ lực đưa nền kinh tế trở lại chu kỳ ổn định và phát triển (Chính và Hoàng, 2008: [85]).

Quan sát cần trọng

Cỗ máy kinh tế thế giới đang chuyển động với vận tốc cao. Các tác nhân và chỉ số của hệ thống kinh tế Việt Nam cũng vận động liên tục. Quan sát cẩn trọng và tập trung vào những điểm cốt yếu của hệ thống kinh tế là cần thiết.

Trung Quốc, nền kinh tế tăng trưởng bậc nhất thế giới với nhiều tính tương đồng về thể chế, cũng từng đối mặt với những vấn đề kinh tế vĩ mô như đồng nội tệ giảm giá, lạm phát tăng cao... nhưng đã xử lý được nhờ các biện pháp cứng rắn loại bỏ những ngân hàng nhỏ, hoạt động kém hiệu quả, tiềm lực tài chính mạnh của Chính phủ và nền kinh tế. Cũng cần lưu ý rằng Trung Quốc đã vượt lên rất nhanh kể từ khi từ bỏ cơ chế kinh tế quản lý tập trung, tiến gần phương thức điều hành vĩ mô của các nền kinh tế phát triển.

Nền kinh tế Việt Nam tiếp tục đối diện những biến động khó lường. Với năng lực điều hành, quy hoạch và sử dụng nguồn lực còn hạn chế, hệ thống kinh tế sẽ buộc phải chấp nhận sự biến mất của những đơn vị kinh doanh kém hiệu quả. Một bộ luật phá sản tốt phải vừa giúp đẩy nhanh quá trình thanh lọc, vừa tạo điều kiện thuận lợi cho quá trình bắt đầu những hoạt động kinh doanh mới. Định kiến xã hội với tầng lớp doanh nhân nói chung, và các doanh nhân gặp thất bại nói riêng, cần được xóa bỏ. Cộng đồng cổ vũ các ý tưởng kinh doanh đúng pháp luật, tạo ra giá trị cho xã hội và phù hợp với lợi ích chung của cộng đồng.

Siêu quyền lực của hệ thống ngân hàng

Lịch sử kinh tế Việt Nam ghi nhận hệ thống ngân hàng luôn nắm giữ vai trò quan trọng và năng lực tác động đáng kể tới đời sống kinh tế. Ngay cả khi thị trường chứng khoán đã ra đời và hoạt động sôi nổi, vị thế này vẫn không thay đổi. Trong các phần sau của cuốn sách, chúng ta cũng nhận thấy rằng, đặc trưng này cũng không khác biệt với thế giới là bao. Nguồn tín dụng từ hệ thống ngân hàng là một động lực quan trọng thúc đẩy tăng trưởng của thị trường chứng khoán. Các chính sách thắt chặt nguồn tín dụng cho hoạt động đầu tư và kinh doanh chứng khoán luôn vấp phải sự phản đối mạnh mẽ từ mọi thành phần của thị trường này. Sức khỏe của hệ thống ngân hàng, do vậy, càng trở nên quan trọng bởi nó tác động trực tiếp tới sức khỏe tài chính của cộng đồng doanh nghiệp.

Giám sát chặt chẽ hoạt động và hiệu quả vận hành của hệ thống tín

dụng - ngân hàng cần được ưu tiên hàng đầu. Tăng cường năng lực quản trị rủi ro, xây dựng hệ thống xếp hạng tín dụng, ứng dụng công nghệ thông tin cốt lõi tiên tiến... hướng tới vận hành tối ưu tại các ngân hàng là những vấn đề luôn được cổ vũ. Tuy vậy, trong bối cảnh kinh tế tài chính toàn cầu phải đối mặt với nhiều thách thức trầm trọng và sụp đổ hàng loạt, nhiệm vụ trước tiên và trên hết của các ngân hàng là tồn tại và vượt qua thời kỳ khó khăn. Theo dõi sát sao từ các cơ quan quản lý, các bên có quyền lợi liên quan sẽ giúp các ngân hàng kịp thời điều chỉnh, đồng thời, hạn chế khả năng truyền tác động khi buộc phải loại bỏ một mắt xích của dây chuyền.

Vai trò của thông tin và truyền thông

Hạ tầng công nghệ và truyền thông của năm 2007-2008 vượt xa thời kỳ 1997-1998. Bên cạnh các phương tiện truyền thống như báo giấy, truyền hình, phát thanh, ứng dụng phổ biến của internet và hình thức truyền thông đa phương tiện có khả năng cung cấp lượng thông tin khổng lồ với hiệu quả cao tới công chúng. Nhu cầu hiểu biết của công chúng cũng tăng lên rõ rệt. Những vấn đề quan tâm không dừng lại ở các đại lượng vĩ mô truyền thống như tăng trưởng, lãi suất, lạm phát, giá cả, tỷ giá, việc làm, đầu tư, cán cân thương mại mà bổ sung thêm các khái niệm về quản trị và điều hành, qui hoạch chiến lược, phát triển thương hiệu, xây dựng cơ cấu vốn tối ưu, quan hệ nhà đầu tư... Chất lượng thông tin rất được coi trọng khi lượng thông tin trở nên quá lớn. Chúng tôi chia sẻ quan điểm trao đổi với GS. Riedel (Đại học Johns Hopkins) rằng *"Thiếu nghiên cứu và bất đối xứng thông tin là một thứ thuế có hại, người trả là phần lớn cư dân, nhưng người nhận không phải là cơ quan thuế của chính phủ mà là giới đầu cơ."* Đảm bảo khả năng tiếp cận công bằng, tính đầy đủ và khoa học của thông tin là yêu cầu và nhiệm vụ của hệ thống truyền thông và giới báo chí.

Thông tin và hiểu biết tốt chỉ có thể được tạo ra từ năng lực nghiên cứu và dự báo các vấn đề kinh tế. Trong hệ thống kinh tế - xã hội Việt Nam, ý kiến phát ngôn từ những cơ quan quản lý đầu ngành luôn là tín hiệu quan trọng bậc nhất đối với thị trường. Tuy vậy, khả năng cung cấp các phân tích và nhận định thuyết phục, đảm bảo yếu tố khoa học ở những đầu mối này hiện nay còn yếu. Đây là điểm đã được Thủ tướng Chính phủ chỉ ra cần phải khắc phục càng sớm càng tốt trong báo cáo

Quốc hội tháng 11/2008.

Tại các nền kinh tế phát triển, những cơ quan quản lý cấp cao của các thị trường như ngân hàng trung ương, ủy ban chứng khoán xác định ưu tiên cao nhất cho chức năng nghiên cứu và cung cấp thông tin. Đang trong giai đoạn chuyển đổi từ cơ chế quản lý kế hoạch hóa tập trung sang cơ chế thị trường, cơ quan quản lý của Việt Nam vẫn đặt nặng nhiệm vụ tác nghiệp bằng mệnh lệnh và giám sát quá trình triển khai. Cách làm này tốn nhiều nguồn lực và không cho thấy hiệu quả. Trong khi đó thực tế là trên thị trường, các tổ chức và nhóm dân cư tương tác với nhau qua cơ chế cung - cầu - giá. Chức năng của cơ quan quản lý là hỗ trợ tốt nhất quá trình tương tác này thông qua cung cấp thông tin chất lượng và truyền thông kịp thời. Các tác nhân của thị trường, chịu sự điều khiển của động lực kinh tế, sẽ tự ra quyết định được coi là hợp lý nhất.

Có thể nói những biến động kinh tế lớn và tại thời điểm này còn đặt ra yêu cầu thay đổi phương thức điều hành từ kiểm soát sang nghiên cứu - thông tin - thu hút lực lượng thị trường. Hệ thống nghiên cứu - truyền thông tốt sẽ giải quyết đáng kể các vấn đề và tối thiểu hóa ảnh hưởng tiêu cực từ xa.

Phần II

ĐỘT PHÁ

TVE-4U.ORG

*Ebook được thực hiện không
nhằm mục đích kinh doanh*

Chương 7

Đột phá tư duy kinh tế: Đổi Mới

Trong hành trình kinh tế Việt Nam, được trình bày ở Phần I, nổi lên những sự kiện và chuyển dịch có tính chất nền tảng, quyết định cấu trúc và xu hướng vận động của hệ thống kinh tế quốc dân. Chúng tôi gọi đó là các điểm đột phá. Phần II của cuốn sách, từ Chương 7 tới Chương 10, tập trung nghiên cứu một số điểm đột phá quan trọng này.

Nhận thức cần thiết phải thay đổi tư duy xây dựng, điều hành, quản lý và phát triển nền kinh tế Việt Nam đã bắt đầu được hình thành từ sớm. Xuất phát từ nỗ lực giải quyết các khó khăn kinh tế phát sinh trong cơ chế kế hoạch hóa tập trung, cản trở việc phân bổ hợp lý và hiệu quả các nguồn lực sản xuất kinh doanh, nhiều ý kiến đổi mới phương thức tổ chức sản xuất và phân phối sản phẩm đã được đề xuất tới lãnh đạo Đảng và Nhà nước.

Nghị quyết Bộ Chính trị, ngày 7/9/1954 nêu rõ “...*công thương nghiệp tư nhân nhất luật được bảo hộ. Đối với công thương nghiệp của địa chủ cũng nhất loạt không động đến. Phàm là công thương nghiệp có lợi cho quốc kế dân sinh đều được khuyến khích phục hồi và phát triển, ...hết thảy đều nhằm mục đích phát triển sản xuất, phồn thịnh kinh tế*”. Trong nội dung Nghị quyết, quan điểm kinh tế mới được xác định rõ ràng: tất cả hoạt động của mọi thành phần kinh tế đều chỉ hướng tới một đích duy nhất - phát triển sản xuất và phồn thịnh kinh tế.

Những gợi mở đầu tiên này cho tới 30 năm sau mới được triển khai mạnh mẽ trong đời sống kinh tế Việt Nam, mang lại nhiều đổi thay và

thành tựu lớn lao. Đột phá quan trọng nhất, khởi đầu một hành trình mới của kinh tế Việt Nam bắt đầu từ những thay đổi trong tư duy điều hành và quản lý kinh tế.

7.1 Từ chỉ định đến tự định

Thời kỳ đổi mới kinh tế của Việt Nam chứng kiến sự chuyển dịch từ việc tập trung cao độ cho sản xuất sang kinh doanh. Đây là điểm đặc trưng nhất vì hai lý do cơ bản. *Thứ nhất*, vận hành thị trường yêu cầu tư duy và hành động phải hướng tới hiệu quả giao dịch trên các yếu tố cung - cầu - giá. *Thứ hai*, sự khác biệt giữa kinh tế chỉ huy và kinh tế thị trường chính là sự khác biệt giữa hệ thống chỉ định (sản xuất - phân phối) và hệ thống tự định (kinh doanh) (Hoàng: 2007, [108]).

Chỉ định và tự định

Hệ thống kinh tế chỉ huy lấy các giao dịch chỉ định làm nòng cốt. Sản xuất hay phân phối được giao theo mệnh lệnh, thông qua các kế hoạch và phản ánh trực tiếp thông qua các chỉ tiêu pháp lệnh. Tuy nhiên, khi phân phối - lưu thông chỉ là hệ thống ống dẫn các loại sản phẩm và vật tư sản xuất tới từng địa chỉ đã được xác định trước (bao gồm cả thời gian và số lượng), thì đối với xã hội, sự chú ý cao nhất nằm ở mục tiêu sản xuất đủ sản lượng được cấp trên giao. Sự tập trung nhấn mạnh tới vai trò sản xuất của các cơ sở kinh tế còn được tô đậm bởi các cuộc khủng hoảng thiếu kéo dài.

Ngược lại là giao dịch tự định. Một cơ sở sản xuất muốn tồn tại trong cơ chế thị trường buộc phải quan tâm tới kinh doanh, mà bản chất là bán hàng. Rủi ro lớn chính là khủng hoảng thừa tương đối. Không nên hiểu khủng hoảng thừa cứ phải có nghĩa là giàu quá rồi thì phát sinh bệnh thừa thãi. Với nguồn lực có hạn, sản xuất ra hàng hóa để ứ thừa trong kho không thể tiêu thụ chính là sự lãng phí tài nguyên đáng sợ nhất. Bên cạnh đó, chi phí cơ hội tăng vọt do những đồng vốn nằm khê đọng, không thể sinh lãi và không thể quay vòng. Như vậy, với giao dịch tự định, doanh nghiệp có nhiều tự chủ trong quyết định nhưng lại đối mặt với rủi ro về khả năng tiêu thụ.

Khi mô hình kinh tế hướng tới thị trường, chỉ còn lại hầu hết là giao dịch tự định. Điều đó thúc đẩy việc dịch chuyển mối quan tâm sang

khả năng kinh doanh, bán hàng để thu hồi vốn và đồng thời tạo ra lợi nhuận.

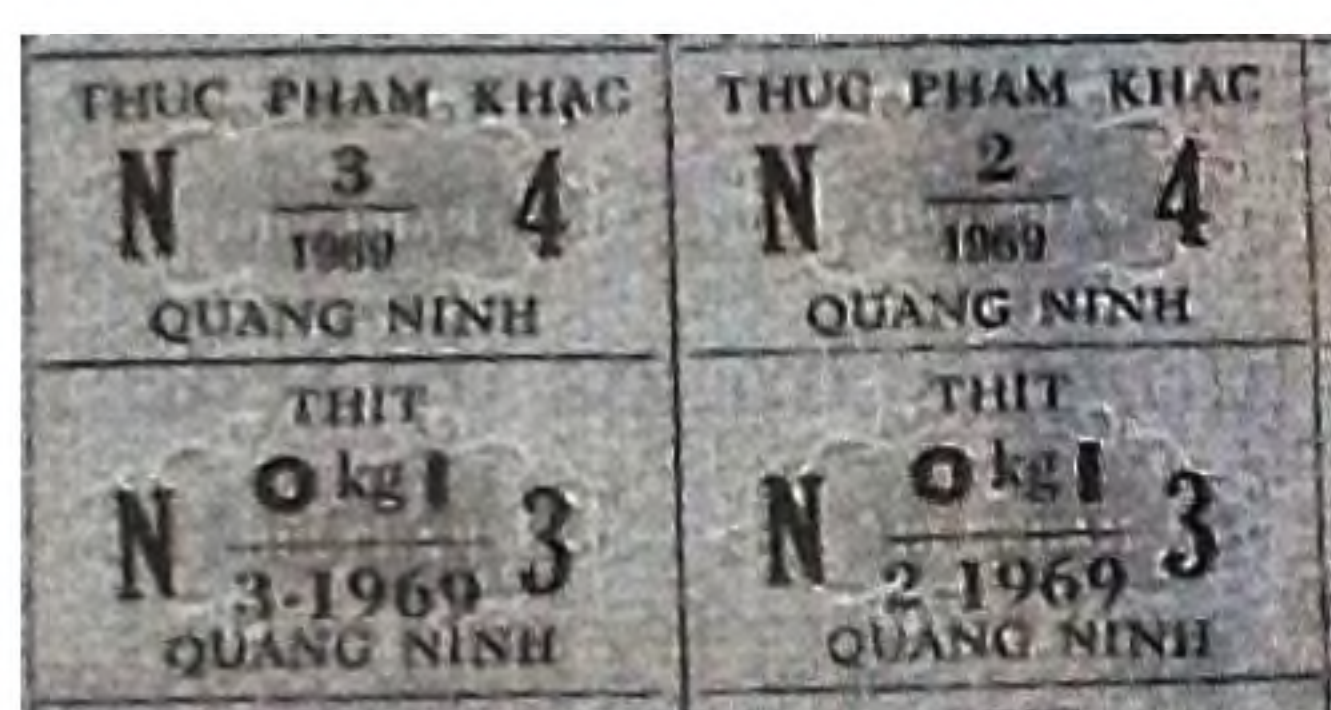
Tác nhân quyết định mức độ thành công và hiệu quả của các giao dịch tự định là cấu trúc vi mô giữa các lực lượng tham gia thị trường. Như vậy, sẽ tồn tại sự khác biệt và khoảng cách giữa điểm cân bằng trong giao dịch tự định trên thị trường và các phép tính trong kế hoạch vĩ mô mong muốn. Khoảng cách này nhiều khi không thể lấp đầy. Trong giai đoạn khó khăn kinh tế toàn cầu của năm 2008, mục tiêu tăng trưởng kinh tế năm 2008 của Việt Nam đã được điều chỉnh từ mức 8,5%-9,0% (được đề ra từ cuối 2007) xuống 7,0% vào tháng 10/2008. Tới đầu tháng 11, chỉ tiêu này tiếp tục được hạ xuống 6,5%-6,7%. Số liệu thống kê trong những ngày cuối cùng của năm 2008 ước tính tăng trưởng trong năm của Việt Nam dừng ở 6,23% so với năm 2007.

Giá: ngang và dọc

Giá là phương tiện tốt giúp các khách hàng quyết định sự lựa chọn. Trong cơ chế điều hành kinh tế tập trung, thì không phải vậy. Trong cơ chế này, giá các mặt hàng trong kênh phân phối - lưu thông quốc doanh được xây dựng theo chiều dọc, nghĩa là theo hệ thống kế hoạch, từ nguyên vật liệu, đến đơn giá nhân công...

Cách làm này chú trọng vào: (a) các chi phí cần thiết về mặt xã hội; (b) việc động viên đơn vị sản xuất hoàn thành một nhiệm vụ chỉ định nào đó; và (c) sự ổn định. Cơ chế dọc là cơ chế kiểm soát qua hệ thống mang tính tập trung, quan liêu. Bằng cách này, các mức chi phí được ấn định từ trước và giá có thể rẻ tùy ý. Không những rẻ, giá này còn có thể ổn định lâu dài. Tình huống này khó xuất hiện khi nền kinh tế được điều hành dựa trên các tín hiệu thị trường. Vào năm có nhiều biến động kinh tế như 2008, chỉ trong tháng 10, giá của mặt hàng nhạy cảm tiêu dùng là xăng Mogas 92 đã có 4 lần điều chỉnh, gồm cả tăng và giảm.

Để cơ chế giá dọc hoạt động, nền kinh tế và người tiêu dùng phải chấp nhận trả phí tổn là hạn chế tiêu dùng và không được phàn nàn về chất lượng! Việc tiêu dùng cũng tuân theo chỉ tiêu. Ngày nay, bạn có thể ăn bao nhiêu bát phở tùy ý, miễn là có mang đủ số tiền thanh toán cần thiết. Điều này không thể xảy ra ở năm 1969 khi mà trọng lượng thực phẩm qui định được tính trước và ghi vào ô phiếu thực phẩm bé như con tem bưu điện, xem hình (7.1), sẽ quyết định số lượng tiêu dùng.



Hình 7.1: Tem thực phẩm

Kết cục của cơ chế dọc còn là một hệ thống xơ cứng chính sách và bộ máy hết sức phức tạp để phân phối lại tài chính.¹ Một trong những hậu quả là *hạn chế ngân sách mềm*. Điều này có nghĩa là, khi một đơn vị sản xuất thường xuyên phải bội chi ngân sách, họ sẽ trông chờ vào liều thuốc giảm đau được cấp thông qua một cơ chế quan liêu, dưới dạng như trợ cấp trực tiếp, miễn giảm thuế,

tăng tín dụng hoặc giảm giá theo kế hoạch các đầu vào sản xuất. Muốn vậy, nhà sản xuất phải xử lý quan hệ nhiều cấp hành chính có ảnh hưởng quản lý. Thời gian và thực tế đã chỉ rõ, đây là một hệ thống công kênh và kém hiệu quả.

Trong tiến trình Đổi Mới, cơ chế giá được xác định theo chiều ngang, nghĩa là các lực lượng thị trường (người mua và người bán) có vị trí ngang bằng tương tác với nhau để hình thành mức giá cân bằng với mức cung - cầu xác định. Mặc dù rất đông người tham gia giao dịch và các quyết định ngã giá chịu tác động của vô cùng nhiều yếu tố, nhưng nguyên lý này lại rất đơn giản. Vì có cố gắng tới đâu cũng không xác định được giá cân bằng, cách tốt nhất là quan sát thị trường.

Trường hợp phát hành cổ phiếu lần đầu của Vietcombank là một minh họa tốt của cơ chế giá ngang. Được xem như ngân hàng số một Việt Nam, sự kiện IPO Vietcombank vào tháng 12/2007 nhận được sự quan tâm của đông đảo nhà đầu tư, giới tài chính chuyên nghiệp và báo chí, truyền thông. Kết quả đấu giá được công bố vào lúc 00:02 sáng ngày 27/12/2007. Mức giá thấp nhất được xác định là 102.000 đồng/cổ phiếu. Mức giá bình quân là 107.860 đồng/cổ phiếu. Giá đấu thành công cao nhất là 250.000 đồng/cổ phiếu. Trong bối cảnh thị trường chứng khoán Việt Nam bắt đầu có dấu hiệu đi xuống, kết quả này là một thành công. Điều đáng nói ở đây là mức giá khởi điểm, xác định theo kế hoạch chủ quan, bắt đầu với 100.000 đồng/cổ phiếu. Các lực lượng thị trường, thông qua qui chế đấu giá, tự thống nhất mức giá cân bằng. Vào cuối năm 2008, vào lúc các thị trường chứng khoán suy giảm toàn cầu, cổ

¹sđd, [108], tr. 36

phiếu của Vietcombank được giao dịch không chính thức quanh mức giá từ 25.000 đến 30.000 đồng/cổ phiếu. Thêm một lần nữa, giá được hình thành khách quan theo quan hệ cung - cầu.

Như vậy, việc chuyển đổi sang kinh tế thị trường chính là hướng tới quá trình kinh doanh. Trong môi trường này, việc tự quyết định tính chất và chi tiết giao dịch là tiên quyết, đồng thời, cũng là thách thức chấp nhận rủi ro của người làm kinh doanh. Điều tưởng chừng giản dị này lại có cấu trúc nhiều chiều và tinh vi.

Cạnh tranh là điều dễ thấy trong nền kinh tế thị trường. Quá trình cạnh tranh dẫn tới nhiều kết cục có lợi: tăng tính tiện lợi, giảm giá hàng hóa dịch vụ, tăng chất lượng phục vụ, cải thiện tính đa dạng sản phẩm, thúc đẩy sáng tạo, v.v..

Trong thế giới kinh doanh, kể từ ngày thành lập, doanh nghiệp phải cạnh tranh không ngừng, không nghỉ. Để đạt được danh hiệu 'có khả năng cạnh tranh', một doanh nghiệp có lẽ phải sử dụng tất cả những nguồn lực có thể huy động. Tuy nhiên, điều này cũng hợp lý. Một doanh nghiệp có tính cạnh tranh cao là một cỗ máy sản xuất ra được hàng hóa và dịch vụ mà thị trường sẵn sàng tiêu thụ. Chưa cần nói tới tỉ suất lợi nhuận là bao nhiêu, việc được chấp nhận và tiêu thụ đã là một hạnh phúc lớn lao với mọi doanh nghiệp trong nền kinh tế thị trường.

Càng ngày, cạnh tranh càng có ảnh hưởng nhiều hơn tới bộ máy hành chính vì hai lý do sâu sắc. Thứ nhất, cơ quan công quyền không đảm bảo cạnh tranh công bằng và không thúc đẩy được cạnh tranh thì nghĩa là họ không hoàn thành nghĩa vụ. Thứ hai, chính các cơ quan công quyền cũng phải cạnh tranh vai trò, chức năng. Nếu đến một ngày họ đảm đương không tốt, một số chức năng sẽ được điều phối cho khu vực tư nhân. Sự bàn cãi về chức năng công chứng giấy tờ là một điển hình. Sau nhiều tranh luận, cuối cùng, các phòng công chứng tư nhân cũng đã ra đời và giải quyết đáng kể nhu cầu chứng thực của dân chúng.

Lúc này, sức cạnh tranh trở thành một giá trị tự thân mà xã hội và các lực lượng thị trường mặc nhiên công nhận. Việc xuất hiện giá trị mới này là một điểm sáng của quá trình chuyển đổi. Loại bỏ những động tác cạnh tranh không lành mạnh, mà nguyên nhân xuất phát từ ý thức cố tình vi phạm, thì có lẽ nhược điểm duy nhất của cạnh tranh là đẩy người tiêu dùng đứng trước quá nhiều lựa chọn sản phẩm và dịch vụ! Vấn

đề này được doanh nghiệp giảm nhẹ thông qua các chương trình phát triển thương hiệu và truyền thông kinh doanh. Tiến trình chuyển đổi sang kinh tế thị trường còn chứa đựng một quá trình con quan trọng: phát triển dịch vụ hướng tới người tiêu dùng.

7.2 Nhà nước trong giai đoạn chuyển đổi

Có một đồng thuận chung giữa nhiều nhà nghiên cứu và quan sát quốc tế quan tâm đến kinh tế Việt Nam trong thời kỳ dài từ năm 1986 đến năm 2000 là “Thành công của Đổi Mới thực sự đáng kinh ngạc!”. Những câu hỏi được đặt ra nhiều nhất là: quá trình Đổi Mới ở Việt Nam đã diễn ra như thế nào? Tại sao việc chuyển sang kinh tế thị trường của Việt Nam lại thành công hơn rất nhiều so với các quốc gia xã hội chủ nghĩa trước đây như Nga và một số nước Đông Âu? Liệu thành công trong quá khứ của Việt Nam có còn tiếp tục trụ vững trong dài hạn? Nếu không, đâu là những thành phần bị thiếu của chiến lược thành công trong dài hạn? Việt Nam đã tạo ra một nền kinh tế thị trường, nhưng liệu nó có hiệu quả và năng động? Câu trả lời có thể tìm thấy trong thước phim quay nhanh về kinh tế Việt Nam từ sau khi thống nhất đất nước tới trước Đại hội Đảng VI.

7.2.1 Đổi mới kinh tế từ năm 1986, tiến trình đúng hướng

Những năm 1976-1977, nền kinh tế Việt Nam ở trong tình trạng khó khăn. Tăng trưởng nông nghiệp đạt được rất thấp trong Kế hoạch 5 năm lần thứ hai (1976-1980). Tăng trưởng sản lượng nông nghiệp hàng năm (1,9%) thấp hơn nhiều so với tốc độ tăng trưởng dân số (2,3%). Chính sách quốc hữu hóa các ngành công nghiệp và thương mại cũng không phát huy hiệu quả. Tăng trưởng sản lượng công nghiệp hầu như không đáng kể trong thời kỳ này, chỉ đạt 0,6%/năm.

Đầu những năm 1980, nhiều nỗ lực cải thiện hệ thống kinh tế đầu tiên được thực hiện. Trong nông nghiệp, Chính phủ ban hành hệ thống khoán sản phẩm, vốn đã từng được thử nghiệm thành công vào năm 1966 tại Vĩnh Phúc. Theo đó các hộ gia đình được giao khoán theo hạn

ngạch trong hợp tác xã và được phép giữ lại phần sản phẩm vượt định mức sản xuất sau khi đã nộp đủ theo quy định. Kết quả là nông nghiệp phát triển mạnh mẽ. Trong khu vực công nghiệp, cũng có những cải cách hướng tới thị trường.

Sản xuất công nghiệp thay đổi với cơ chế ba lựa chọn kế hoạch. Theo Kế hoạch I, các doanh nghiệp được cung cấp đầu vào với giá trợ cấp và phải cung cấp số lượng sản phẩm theo quy định cho Nhà nước. Theo Kế hoạch II, các doanh nghiệp có thể sản xuất vượt mức quy định trong Kế hoạch I, được phép mua thêm đầu vào để đảm bảo cho phần sản xuất vượt dự kiến. Kế hoạch III cho phép các doanh nghiệp tham gia các “hoạt động phụ”. Về bản chất, đây là kế hoạch mà doanh nghiệp hoàn toàn chủ động quyết định: sẽ sản xuất cái gì, số lượng và giá thành bao nhiêu, và tiêu thụ ở đâu. Như đã nói, bản chất Kế hoạch III là giao dịch tự định trên nguyên lý thị trường với quy luật cung - cầu - giá.

Quá trình cải cách kinh tế được phân chia thành nhiều giai đoạn, và ghi nhận một số thành công khích lệ. Sản lượng công nghiệp nhanh chóng tăng lên vào đầu những năm 1980. Tuy nhiên, vẫn còn nhiều khó khăn tồn tại. Thâm hụt lớn trong khu vực công và các doanh nghiệp nhà nước dẫn tới cung tiền tăng nhanh chóng, và lạm phát bùng nổ. Lương của người lao động cố định nên thu nhập thực tế giảm xuống, điều này làm ảnh hưởng nghiêm trọng tới những bước tiến xa hơn của chương trình Đổi Mới. Tới năm 1986, nền kinh tế Việt Nam đối diện với nhiều khó khăn kinh tế.

Năm 1986, trong quá trình chuẩn bị cho Đại hội Đảng VI, các nhà lãnh đạo có hai vấn đề cần giải quyết. *Thứ nhất*, các hình thức thay đổi phương thức sản xuất - kinh doanh không còn phát huy tác dụng. Sản lượng không tăng thêm còn dân số thì tăng nhanh chóng. Thu nhập thực tế trên đầu người giảm xuống. Kế hoạch II là những cải cách từng phần theo hướng thị trường đã mang lại những chuyển biến trong sản lượng đầu ra nhưng sự mất cân đối vĩ mô đã dẫn tới lạm phát. Vì vậy, tháng 12/1986, quyết định thay đổi hướng đi của nền kinh tế được đưa ra. Nền kinh tế Việt Nam chuyển từ mô hình kinh tế xã hội chủ nghĩa sang kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa. Khẩu hiệu xuyên suốt quá trình chuyển đổi là *Đổi Mới*. Mục tiêu đặt ra là chuyển đổi từng bước thông qua các chính sách cụ thể ở mỗi thời kỳ phát triển.

Đổi mới kinh tế từ năm 1986

Đổi mới trong nông nghiệp đã vượt xa hệ thống khoán sản phẩm được thiết lập trước đó. Hệ thống định mức trong sản lượng sản xuất của các hộ gia đình được xóa bỏ. Năm 1988, Nhà nước phân quyền sử dụng và chuyển giao quyền sử dụng đất cho các hộ gia đình.

Trong lĩnh vực công nghiệp, thời gian đầu không có nhiều chuyển biến lớn. Nổi rõ nhất là các hoạt động trong khu vực thương mại. Số lượng cửa hàng và nhà hàng mở mới tăng lên nhanh chóng.

Một bước chuyển quan trọng cũng được thực hiện vào năm 1988, đó là độc quyền nhà nước về ngoại thương được xóa bỏ. Việt Nam cũng mở cửa đón nhận đầu tư trực tiếp nước ngoài.

Nền kinh tế tăng trưởng mạnh mẽ sau khi những chính sách kinh tế hướng tới thị trường được thực thi. Nhưng một lần nữa, bất cân đối vĩ mô lại tạo nên khó khăn kinh tế. Trong ba năm liên tiếp 1986-1988, lạm phát leo lên mức phi mã, lần lượt là 487%, 301%, và 394%. Nguồn gốc của bất cân đối vĩ mô là những thâm hụt ở khu vực công - được trợ cấp bằng tiền vay từ Ngân hàng Nhà nước và Liên Xô (cũ) cho tới năm 1990. Tốc độ mở rộng tín dụng nhanh chóng là nguyên nhân của những đợt tăng giá mạnh. Mức lạm phát càng cao, càng nhiều người chuyển tích lũy từ tiền đồng (nội tệ) sang USD và vàng. Điều này khiến nền kinh tế càng trở nên bất ổn hơn.

Lạm phát cũng làm giảm khả năng cạnh tranh quốc tế của Việt Nam. Thâm hụt cán cân thương mại ngày càng lớn (lên tới 10% GDP năm 1989) và phần lớn được tài trợ bằng tín dụng vay của Liên Xô. Tới năm 1989, sau 3 năm thực hiện chương trình Đổi Mới, nền kinh tế phải đối mặt với những khó khăn và thách thức lớn.

Trước áp lực của nguy cơ khủng hoảng kinh tế tăng lên, tốc độ chuyển đổi kinh tế theo định hướng thị trường cũng được đẩy nhanh với quyết tâm cao từ cấp lãnh đạo. Chương trình cải cách kinh tế được thực hiện vào đầu năm 1989 đặt trọng tâm vào việc loại bỏ kiểm soát về giá và hệ thống thu mua hàng hóa của Nhà nước. Hai bộ phận cấu thành của chương trình là tăng, tự do hóa các mức lãi suất, và giảm giá, thống nhất tỷ giá hối đoái. Kết quả là, lạm phát gần như ngừng hẳn vào giữa 1989. Tín dụng bắt đầu tăng. Danh mục tài sản có thay đổi đáng kể từ USD và

vàng sang tiền đồng. Những nhân tố này đã giúp ổn định nền kinh tế.

Một thành tố quan trọng khác của chương trình ổn định kinh tế là tăng trưởng xuất khẩu. Hoạt động thương mại được khuyến khích tự do. Đồng nội tệ được định giá giảm xuống để kích thích xuất khẩu. Tự do hóa trong nông nghiệp đã nhận được những tín hiệu phản hồi phấn khởi. Chỉ trong vòng 1 năm, những chính sách đổi mới trong nông nghiệp đã đưa Việt Nam từ quốc gia nhập khẩu gạo thành quốc gia hàng đầu thế giới về xuất khẩu gạo. Sản lượng gạo tăng khoảng 25%. Điều này đã có ảnh hưởng mạnh đến các mặt hàng xuất khẩu sang các thị trường Tây Âu, Mỹ và Nhật Bản - còn được biết đến với tên gọi các thị trường ngoại tệ mạnh. Cơ hội đến với Việt Nam khi dầu mỏ trở thành mặt hàng xuất khẩu có doanh số ngày một cao hơn kể từ năm 1992, góp phần đáng kể tới tăng trưởng xuất khẩu chung. Mặc dù vậy, hàng hóa sản xuất vẫn đóng vai trò khiêm tốn trong xuất khẩu, chiếm 13% tổng kim ngạch xuất khẩu năm 1992.

Big Bang?

Thành công của Việt Nam được các nhà nghiên cứu quốc tế xem như minh chứng thuyết phục về tính ưu việt giữa phương pháp tiếp cận chuyển đổi từng phần sang nền kinh tế thị trường so với phương pháp tiếp cận theo liệu pháp sốc - thường được nhắc đến với tên gọi “Big Bang”, của một số nước Đông Âu và Nga. Tuy nhiên, quá trình Đổi Mới ở Việt Nam rất khẩn trương.

Việt Nam đã hoàn tất chuyển đổi trong khu vực kinh tế chủ đạo là nông nghiệp trong vòng 1 đến 2 năm. Cũng trong thời gian ngắn như vậy, lạm phát đã được kéo từ 3 con số xuống còn 1 con số. Những kết quả cải cách của Việt Nam còn gây ấn tượng hơn bất cứ chương trình cải cách gây sốc nào ở Đông Âu. Lý do khiến chương trình cải cách của Việt Nam được xem như “thực hiện từng bước” là bởi vì mọi người đã nhầm lẫn giữa kết quả của các chương trình cải cách với bản thân các chương trình này.² Việt Nam đã thực hiện cải cách nhanh chóng và ấn tượng hơn một số nước Đông Âu hoặc Nga, nhưng kết quả lại khá khác biệt.

²Riedel: 2001, [89].

Nguyên nhân của sự khác biệt có thể nằm ở cấu trúc cơ bản của nền kinh tế Việt Nam so với các nước Đông Âu. Ở Việt Nam, khu vực chi phối là nông nghiệp. Phản ứng của nông nghiệp tới các chính sách kinh tế Đổi Mới có ảnh hưởng lớn hơn nhiều so với khu vực công nghiệp. Trên thực tế, khu vực công nghiệp của Việt Nam cũng chịu nhiều hậu quả tương tự như tại Đông Âu.

Ở Việt Nam, các doanh nghiệp nhà nước đã cắt giảm $\frac{1}{3}$ số việc làm. 800.000 lao động đã rời khỏi các doanh nghiệp nhà nước trong vòng 2 năm sau khi các biện pháp cải cách được triển khai vào năm 1989. Bản thân số doanh nghiệp nhà nước cũng giảm từ 12.000 xuống 7.000. Nếu khu vực công nghiệp Việt Nam cũng có tỷ trọng đáng kể trong hệ thống kinh tế quốc dân giống như ở Đông Âu, thì “tiếng nổ” có thể cũng đã “to” như vậy. Vì vậy, không thể kết luận thành công ở Việt Nam đến từ phương pháp tiếp cận từng bước hay liệu pháp sốc. Thành tựu kinh tế là kết quả của quyết định toàn tâm toàn lực chuyển đổi sang nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa với chương trình ổn định lành mạnh.

Đổi mới kinh tế ở Việt Nam có mục tiêu rõ ràng là giải quyết các khó khăn kinh tế trước mắt và cải thiện đời sống nhân dân. Từ năm 1992, nền kinh tế tăng trưởng nhanh chóng và lạm phát ở mức thấp. Khi đó, áp lực giảm đi và tốc độ của tiến trình thay đổi cũng chậm lại rất nhiều. Nhưng, Đổi Mới vẫn tiếp tục và bắt đầu lan rộng sang khu vực tài chính.

Số lượng các ngân hàng tăng lên. Mặc dù vậy, 90% tín dụng được cung cấp bởi 4 ngân hàng thương mại nhà nước, và vẫn còn rất nhiều quy định và kiểm soát đối với hoạt động ngân hàng. Quá trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước vẫn được duy trì. Hệ thống luật pháp cũng được sửa đổi. Nỗ lực xây dựng một sân chơi bình đẳng với sự tham gia của thành phần kinh tế tư nhân và kinh tế có vốn đầu tư nước ngoài của Việt Nam rất đáng ghi nhận. Trong khu vực kinh doanh - thương mại vẫn còn tình trạng quan liêu và rất nhiều giới hạn đối với thương mại như giấy phép và yêu cầu thủ tục rườm rà. Chính sách đầu tư nước ngoài nhìn chung là theo hướng tự do.

Một thành công lớn nổi bật khác của Việt Nam trong quá trình chuyển đổi là ổn định kinh tế vĩ mô. Trên thực tế, nhiệm vụ này gắn gũi với ổn định ngân sách Chính phủ. Giữ thâm hụt ngân sách ở mức thấp

rất quan trọng nhưng không hề dễ dàng, và Chính phủ Việt Nam quyết tâm thực hiện được điều đó. Chính điều này giúp duy trì lạm phát ở mức tương đối thấp.

Việt Nam đã được chứng kiến tỷ lệ đầu tư tăng lên đáng kể nhưng con đường phía trước vẫn còn dài bởi chi tiêu công luôn gặp nhiều vấn đề. Thêm một vấn đề cần giải quyết trong giai đoạn chuyển đổi là cơ chế thương mại mở, nhưng chưa phải là thương mại tự do. Các cam kết song phương và đa phương của Việt Nam, quan trọng nhất là tư cách thành viên WTO, tạo điều kiện để các nhà xuất, nhập khẩu có thêm nhiều lựa chọn trong tiếp cận với đầu vào và đầu ra sản phẩm. Việt Nam đã đạt được những bước tiến lớn trong việc mở cửa nền kinh tế, mặc dù sức ì quán tính của bộ máy hành chính chưa thể giải quyết trong ngày một ngày hai. Nói gọn lại, Việt Nam đang đi đúng hướng và sẵn sàng đẩy mạnh chiến lược công nghiệp hóa.

7.2.2 Miếng ghép nào còn thiếu?

Nhân tố chủ chốt để tăng trưởng dài hạn thành công là con người nhằm tận dụng ưu thế của các điều kiện kinh tế thuận lợi. Những doanh nghiệp tư nhân ở Hồng Kông, Đài Loan, Hàn Quốc và các xí nghiệp của thị trấn và làng xã (xí nghiệp hương trấn) ở Trung Quốc đã tạo động lực cho công nghiệp hóa. Liệu có phải khu vực kinh tế tư nhân là phần còn thiếu của chiến lược công nghiệp hóa định hướng xuất khẩu? Nếu đúng vậy, Việt Nam có đủ số doanh nhân để giúp quá trình công nghiệp hóa định hướng xuất khẩu phát huy hiệu quả hay không?

Có thể nghiên cứu kinh nghiệm tại các quốc gia và vùng lãnh thổ đã thành công với chiến lược tương tự để tìm câu trả lời. Đài Loan là một sự so sánh tốt. Vùng lãnh thổ này có nhiều đặc điểm tương đồng với Việt Nam, đặc biệt khi xét trên khía cạnh dân số đông và không dồi dào tài nguyên thiên nhiên. Trên thực tế, trong những năm 1960, các doanh nghiệp nhà nước trong lĩnh vực sản xuất ở Đài Loan đóng góp trên 50% sản lượng công nghiệp, cao hơn rất nhiều so với các doanh nghiệp nhà nước của Việt Nam. Năm 1996, tỷ trọng giá trị sản xuất công nghiệp của khu vực kinh tế nhà nước ở Việt Nam là 49,6% và xu thế giảm tiếp tục kéo dài trong những năm sau. Tới năm 2006, tỷ trọng này còn 22,5%.

Trong khi đó, tỷ trọng đóng góp của khu vực kinh tế tư nhân của Việt Nam đã tăng từ 7,9% (năm 1996) lên 25,5% (năm 2006).

Trái lại, từ sau thập kỷ 1960, số doanh nghiệp nhà nước của Đài Loan không giảm đi mà còn tăng lên. Đài Loan chưa bao giờ thành công trong việc tư nhân hóa các doanh nghiệp sản xuất, nhưng tỷ lệ sản lượng sản xuất bởi khu vực nhà nước giảm từ 56% vào năm 1952 xuống 10% vào năm 1993.

Khu vực tư nhân càng chứng tỏ được vị trí quan trọng khi chiếm tới hơn 90% tổng giá trị gia tăng thực tế trong ngành sản xuất từ năm 1960 đến năm 1993 tại Đài Loan. Giống như Việt Nam, khu vực tư nhân ở Đài Loan chia làm 2 loại: các xí nghiệp gia đình và các công ty. Xí nghiệp gia đình chiếm số lượng lớn nhất, nhưng chỉ tạo ra 5% sản lượng sản xuất năm 1986. Công ty tư nhân chiếm 85%, và các công ty nhà nước chiếm 10% còn lại. Mặt khác, tỷ lệ đầu vào/vốn ở khu vực kinh tế tư nhân cao hơn khu vực nhà nước khoảng 3 lần, và cao hơn các hộ kinh doanh gia đình khoảng 2 lần.

Những bằng chứng này cho thấy, để phát huy hiệu quả của chiến lược công nghiệp hóa hướng ra xuất khẩu, quốc gia cần có khu vực kinh tế tư nhân năng động với những công ty ở cỡ vừa và nhỏ, đủ lớn để hoạt động hiệu quả và đủ nhỏ để linh hoạt và cạnh tranh trong nền kinh tế thế giới.

Nhân tố còn thiếu của Việt Nam, nếu có, chính là khu vực doanh nghiệp tư nhân chưa đủ mạnh. Vấn đề không chỉ nằm ở chỗ Chính phủ tạo điều kiện cho kinh tế tư nhân phát triển, mà còn lệ thuộc vào chính mong muốn và nỗ lực phát triển của các doanh nhân Việt Nam. Nền kinh tế Việt Nam, từ sau năm 2000, chứng kiến sự bứt phá mạnh mẽ trong nhiều lĩnh vực kinh tế của các đơn vị tư nhân. Ngành ngân hàng có ACB và Sacombank. Lĩnh vực bất động sản có Tân Tạo. Hoạt động công nghệ có FPT. Kinh doanh nông sản có Trung Nguyên. Nhưng dường như vẫn chưa đủ. Sự thịnh vượng bền vững và năng lực cạnh tranh trong cuộc chiến kinh doanh dài hơi với các đối thủ khu vực và quốc tế vẫn là câu hỏi còn bỏ ngỏ. Nhiều doanh nghiệp tư nhân nổi lên trong một thời gian ngắn, tạo dựng được hình ảnh và thu hút được quan tâm của thị trường tiêu dùng nhưng không lâu sau lại lặn lẽ biến mất.

Từ những kinh nghiệm trong quá khứ, Việt Nam có hai điểm lưu

ý trong quá trình chuyển đổi kinh tế. *Đầu tiên*, trái ngược với những quan niệm phổ biến, trường hợp của Việt Nam không cho thấy tính ưu việt của phương pháp tiếp cận từng bước. Chỉ với quyết tâm thực hiện đổi mới kinh tế toàn diện, đất nước mới đạt được thành công. *Thứ hai*, Việt Nam là một trong những điển hình về chuyển đổi mô hình kinh tế của thế giới. Mặc dù vậy, để thực sự thành công, nền kinh tế Việt Nam vẫn cần duy trì tăng trưởng nhanh trong nhiều thập kỷ để bù đắp cho thời gian chiến tranh, hoàn thành hành trình nâng cao thu nhập và xây dựng nền kinh tế năng động. Một chiến lược tăng trưởng dài hạn cho Việt Nam, vì vậy, là cần thiết.

Thành công của Đổi Mới kinh tế tại Việt Nam là kết quả của lựa chọn hợp lý. Chính phủ tập trung vào cải thiện hiệu quả và cổ phần hóa hệ thống doanh nghiệp nhà nước cùng lúc với ghi nhận vai trò của kinh tế tư nhân. Chính những doanh nghiệp vừa và nhỏ sẽ quyết định loại hình kinh tế thị trường nào phù hợp với Việt Nam. Tiếp tục hoàn thiện môi trường kinh doanh thuận lợi và công bằng với mọi thành phần kinh tế sẽ là ưu tiên của giai đoạn tiếp theo.

Trong quá trình chuyển đổi và hội nhập sâu rộng hơn vào hệ thống kinh tế thế giới, vai trò của Nhà nước trong nền kinh tế có nhiều thay đổi. Những điều chỉnh cấu trúc kinh tế vi mô ban đầu trong nông nghiệp và công nghiệp ở đầu những năm 1990 giúp củng cố ổn định kinh tế vĩ mô. Tuy nhiên, mối quan ngại xung quanh tình trạng bất ổn liên quan tới hoạt động của khu vực kinh tế tư nhân trong nửa những năm 1990 hạn chế khả năng tận dụng hết các cơ hội từ hội nhập thương mại và tài chính quốc tế của Việt Nam. Mức lạm phát thấp và tăng trưởng cao đã đem lại nhiều lợi ích to lớn, nổi bật là thành tích xóa đói giảm nghèo. Tiếp tục phát triển thông qua tăng cường xuất khẩu và sản xuất hàng hóa sử dụng nhiều lao động là việc cần làm xét trên cả phương diện kinh tế và xã hội.

Để làm được việc này, vai trò của Nhà nước sẽ tiếp tục dịch chuyển từ “người điều hành” khu vực kinh tế tư nhân sang vị thế “đối tác” làm việc với khu vực kinh tế tư nhân nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.³ Thiết lập nền tảng luật pháp đối với tài chính và thương mại, cùng với xóa bỏ phân biệt đối xử với khu vực kinh tế tư nhân, là nhiệm vụ hàng

³Riedel: 2001, [89].

đầu liên quan đến vấn đề này. Việc áp dụng thành công Luật doanh nghiệp là một tín hiệu cho thấy quá trình này đang diễn ra.

Khi vai trò xúc tác của Nhà nước đã được nhận thức đầy đủ và chấp nhận rộng rãi trong việc thúc đẩy tăng trưởng cùng với khu vực kinh tế tư nhân, thì còn một nhiệm vụ khác phải làm. Đó là tăng cường năng lực của Nhà nước nhằm ban hành các chính sách “thân thiện” với thị trường và tăng cường hiệu quả, phản ứng tích cực với khu vực kinh tế tư nhân để củng cố tăng trưởng bền vững.

Việt Nam đang xây dựng một nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa nhưng có một nền kinh tế thị trường thôi thì chưa đủ. Hầu hết các nền kinh tế hoạt động kém hiệu quả nhất trên thế giới là kinh tế thị trường. Điều mà Việt Nam cần không chỉ là một nền kinh tế thị trường mà còn là một nền kinh tế thị trường thực hiện tốt các chức năng của mình dưới sự giám sát và định hướng của Nhà nước.

7.3 Công nhận kinh tế tư nhân

Xem xét kỹ lưỡng các mối quan hệ và sự kiện trong các khu vực kinh tế khác nhau của Việt Nam, cả trước và sau thời điểm Đổi Mới giúp loại bỏ hoài nghi với đánh giá về tác động của “*Big Bang*” với những thành tựu đã đạt được. Trong thời gian đầu của quá trình Đổi Mới, phát triển thương mại mạnh mẽ đã không diễn ra tại trung tâm chính trị - kinh tế của đất nước - Thủ đô Hà Nội, mà tập trung tại thành phố Hồ Chí Minh và vùng phụ cận - nơi các đơn vị kinh doanh qui mô nhỏ phát triển bùng nổ nhờ thuận lợi về chính sách. Vai trò của các doanh nghiệp nhỏ, trước thực tế rõ ràng này, bỗng chốc nổi bật trong các tính toán phát triển kinh tế.

Trước Đổi Mới, các thống kê kinh tế chính thức thường bỏ qua lượng của cải mà bộ phận kinh tế này đóng góp cho xã hội. Việc các đơn vị sản xuất tư nhân quy mô nhỏ nhanh chóng bộc lộ ảnh hưởng với hệ thống kinh tế cho thấy, trong một thập kỷ sau chiến tranh, nền kinh tế phi chính thức vẫn vận hành bên ngoài sự kiểm soát hành chính. Những hoạt động sản xuất kinh doanh tổ chức theo kiểu gia đình, có phần nằm ngoài pháp luật này, là nguồn cung ứng quan trọng nhiều hàng hóa thiết yếu trong giai đoạn kinh tế khó khăn từ 1976 đến 1985 tại Việt Nam

(Freeman: 1996, [38]).⁴

Đổi Mới không phải điểm bắt đầu mà là thời khắc chuyển đổi của một khu vực kinh tế từ phi chính thức sang được công nhận. Chính phủ cho phép kinh tế tư nhân hoạt động và chấp thuận cho ra đời những doanh nghiệp tư nhân qui mô nhỏ đầu tiên. Đây chính là một trong những điểm quan trọng nhất trong đổi mới nền kinh tế quốc gia. Một số lượng lớn công ty tư nhân được thành lập chính thức dưới dạng doanh nghiệp tư nhân, công ty trách nhiệm hữu hạn, công ty cổ phần... sau khi Quốc hội thông qua Luật Công ty và Luật Doanh nghiệp tư nhân năm 1990.

Hành lang pháp lý để điều chỉnh hoạt động của doanh nghiệp tư nhân liên tục hoàn thiện nhằm đáp ứng các yêu cầu thực tiễn. Tiêu biểu phải kể đến Luật Doanh nghiệp ra đời năm 1999 và có hiệu lực kể từ ngày 1/1/2000. Đây là bước đột phá trong tư duy và nhận thức, chính thức “đánh thức” tiềm năng của khu vực kinh tế tư nhân trong nước. Quay về đầu thập kỷ 1990, các công ty tư nhân ở Việt Nam còn là những nhóm cá nhân *đi tiên phong* trong triển khai ý tưởng và công việc kinh doanh trong phạm vi hẹp. Nhưng sau 10 năm, khu vực kinh tế tư nhân đã trở thành một đại diện đáng kể của nền kinh tế Việt Nam với số lượng đông đảo. Năm 1990, cả nước ước tính có khoảng 1.000 cơ sở sản xuất - kinh doanh tư nhân. Con số này sau một thập kỷ đã tăng gấp khoảng 40 lần. Trong năm 2000, tính riêng số công ty tư nhân thành lập mới đã là 12.100. Số liệu thống kê cho thấy tốc độ thành lập mới doanh nghiệp thuộc sở hữu tư nhân ngày một cao, đặc biệt từ sau năm 2000. Tính tới cuối tháng 4/2003, ước tính Việt Nam có 142.000 công ty tư nhân. Đó là chưa kể tới khoảng 1,5 triệu hộ kinh doanh cá thể và những doanh nghiệp siêu nhỏ không được thống kê.

Luật Doanh nghiệp 2005 đã đặt doanh nghiệp tư nhân lên một vị thế mới, kinh doanh bình đẳng với các đơn vị kinh tế nhà nước, nhờ vậy, kinh tế tư nhân có mặt trong hầu khắp các lĩnh vực kinh tế, trừ một số ngành Nhà nước vẫn giữ độc quyền kinh doanh như sản xuất vũ khí, in tiền hay viễn thông... Tuy vậy, những khu vực mà kinh tế nhà nước

⁴Trong điều kiện số liệu thống kê không đầy đủ, nhà nghiên cứu Freeman đã tới thành phố Hồ Chí Minh và quan sát trực tiếp những đổi thay trên đường phố và sử dụng hình ảnh tự ghi lại trên đường phố để minh chứng cho nhận định của mình.

giữ độc quyền ngày càng thu hẹp. Ngành viễn thông là một ví dụ. Tới những năm đầu thế kỷ XXI, đã xuất hiện các doanh nghiệp thuộc nhiều thành phần kinh tế khác nhau cùng cung cấp các dịch vụ viễn thông, phổ biến là điện thoại cố định, di động và dịch vụ internet. Quá trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước được đẩy mạnh, góp phần gia tăng số lượng công ty thuộc thành phần phi nhà nước thì đúng hơn về bản chất so với việc coi đó là các công ty tư nhân.

Quy mô của khu vực kinh tế tư nhân không ngừng mở rộng. Mặc dù trong nửa đầu năm 2008, nền kinh tế Việt Nam ghi nhận nhiều chuyển động kinh tế bất lợi nhưng vẫn có thêm 49.300 doanh nghiệp tư nhân được thành lập mới với số vốn đăng ký khoảng 377.100 tỷ đồng, tăng 27,4% về số lượng và 28% về vốn đăng ký so với cùng kỳ năm 2007.⁵

7.4 Cải thiện năng lực cạnh tranh của khu vực kinh tế nhà nước

Trong cơ chế kinh tế kế hoạch hóa tập trung, kinh tế nhà nước, với đại diện là các doanh nghiệp nhà nước (SOEs - State Owned Enterprises), có ảnh hưởng lớn và vai trò dẫn dắt phát triển kinh tế. Các doanh nghiệp nhà nước có tỷ trọng đáng kể về mức độ đóng góp vào GDP, số lượng việc làm tạo ra và cả việc sử dụng những nguồn lực của đất nước.

Trước khi phân tích sâu hơn về doanh nghiệp nhà nước, cần một định nghĩa cho nhóm doanh nghiệp này. Doanh nghiệp nhà nước hiểu theo nghĩa chung nhất - được chấp nhận rộng rãi, là “đơn vị kinh tế do Nhà nước thành lập và sử dụng vốn của Nhà nước. Hoạt động kinh doanh hoặc hàng hóa và dịch vụ công cộng của các đơn vị này do Nhà nước quản lý, nhằm thực hiện các mục tiêu kinh tế - xã hội do Nhà nước đặt ra”. Về mặt hành chính, có hai loại hình doanh nghiệp nhà nước: (i) doanh nghiệp nhà nước do Trung ương quản lý, và (ii) doanh nghiệp nhà nước do địa phương quản lý.

Trong quá trình chuyển đổi của nền kinh tế, hoạt động sản xuất kinh doanh của một số doanh nghiệp nhà nước bộc lộ nhiều tồn tại, có ảnh

⁵ Thống kê của Bộ Kế hoạch và Đầu tư, công bố trên báo *Đầu tư Chứng khoán* ngày 20/10/2008

hưởng tiêu cực tới hiệu quả kinh tế chung của đất nước. Có thể kể đến: (i) Hiệu quả hoạt động thấp; (ii) Lãng phí, tham nhũng và thất thoát tài sản công, nguồn lực kinh tế chung của đất nước; (iii) Thua lỗ kéo dài; và, (iv) Năng lực cạnh tranh yếu, do nhiều nguyên nhân chủ quan và khách quan.

Trước những vấn đề trên, Chính phủ đã đưa ra quyết sách mang tính đột phá. Quyết định số 143-HĐBT do Hội đồng Bộ trưởng (nay là Chính phủ) ban hành ngày 10/5/1990, ba năm sau khi Đổi Mới bắt đầu, đã chính thức khởi động *Chương trình đổi mới doanh nghiệp nhà nước*. Một trong những nội dung chủ đạo của chương trình này là cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước. Tuy vậy, sau 4 năm thử nghiệm từ 1992 đến 1996, kết quả thu được không mấy khả quan. Số nhỏ các doanh nghiệp nhà nước được cổ phần hóa thành công có thể đếm được, gồm: (1) Liên hiệp Vận tải (Bộ Giao thông - Vận tải); (2) Giấy Hiệp An (Bộ Công nghiệp); (3) Công ty chế biến thức ăn gia cầm (Bộ Nông nghiệp); (4) Công ty cơ điện lạnh (Ủy ban nhân dân thành phố Hồ Chí Minh); và, (5) Công ty chế biến thực phẩm xuất khẩu Long An (Ủy ban nhân dân tỉnh Long An).

Rõ ràng, Chính phủ không hài lòng với kết quả này. Trong giai đoạn 1996-1998, diện thí điểm cổ phần hóa được mở rộng. Những năm tiếp theo, quá trình cổ phần hóa được đẩy mạnh với mục tiêu “hoàn thành về cơ bản việc cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước với những doanh nghiệp mà Nhà nước không giữ 100% vốn”. Bên cạnh đó, Nghị quyết Hội nghị Trung ương lần thứ ba, khóa IX về đổi mới và sắp xếp lại doanh nghiệp nhà nước đã đề ra một kế hoạch đồng bộ và toàn diện hơn về công tác đổi mới doanh nghiệp nhà nước, trong đó đưa ra những cách thức xử lý khác nhau với doanh nghiệp nhà nước như giải thể, sáp nhập, bán, cho thuê được áp dụng bên cạnh việc cổ phần hóa.

Số lượng doanh nghiệp nhà nước được cắt giảm mạnh mẽ. Năm 1990, cả nước có 12.231 doanh nghiệp nhà nước, tới cuối năm 2000, con số này là 5.571, và cuối năm 2003 là 4.479. Trong khoảng thời gian trên, khoảng 3.100 doanh nghiệp nhà nước được sáp nhập với đơn vị khác; 3.350 doanh nghiệp nhà nước đã giải thể, 900 doanh nghiệp nhà nước được đem bán hoặc cho thuê. Một số tổng công ty được thành lập từ việc sáp nhập và kết hợp nhiều doanh nghiệp nhà nước thành

viên. Theo thống kê, cuối năm 2001, các tổng công ty nhà nước chiếm khoảng 65% nguồn vốn và 61% lực lượng lao động của Nhà nước.

Với kết quả như trên, tiến trình đổi mới doanh nghiệp nhà nước thực sự đã diễn ra chậm chạp, đặc biệt khi Việt Nam còn phải đương đầu với năng lực cạnh tranh yếu trong bối cảnh những cam kết mở cửa và hội nhập với ASEAN, AFTA, APEC và WTO đang tới gần. Một lần nữa, tiếng chuông cổ phần hóa được rung lên và Chính phủ tiếp tục coi cổ phần hóa là công cụ chủ đạo đẩy nhanh tốc độ chuyển đổi trong khu vực kinh tế nhà nước.

Cho đến tháng 9/2008, Việt Nam có 8 tập đoàn kinh tế nhà nước (thuộc sở hữu Nhà nước). Cả nước có 18 tổng công ty 91 và 73 tổng công ty 90 mang dáng dấp các tập đoàn kinh tế nhà nước hoặc công ty mẹ - công ty con.⁶ Toàn bộ các đơn vị kinh tế này chiếm khoảng 54% về vốn, 62% doanh thu và 73% tiền nộp ngân sách trong tổng số 5.970 doanh nghiệp nhà nước hiện nay (khu vực kinh tế nhà nước).

Theo số liệu thống kê, khu vực kinh tế nhà nước (5.970 doanh nghiệp nhà nước nói trên) giữ từ 53% đến 67% vốn kinh doanh của khối doanh nghiệp cả nước; có tài sản cố định cao hơn tài sản cố định của các doanh nghiệp tư nhân trong và ngoài nước. Trong hàng chục năm, các doanh nghiệp nhà nước có tỷ lệ đóng góp vào GDP ước khoảng 37-39%; tạo công ăn việc làm cho khoảng 4,4% tổng số lao động. Tuy nhiên, tỷ lệ việc làm do khu vực này tạo ra có xu hướng giảm dần so với các khu vực còn lại của nền kinh tế. Các doanh nghiệp nhà nước đóng góp từ 25% đến 34% sản lượng công nghiệp nhưng tham gia không đáng kể trong các lĩnh vực nông, lâm, ngư nghiệp. Khu vực doanh nghiệp nhà nước có nhập siêu thường xuyên và lớn nhất trong thời gian dài.

Nếu gộp các tổng công ty 91, tổng công ty 90 và các tập đoàn kinh tế nhà nước vào một nhóm để quan sát, sẽ thấy riêng nhóm này chiếm khoảng 25 đến 30% toàn bộ vốn kinh doanh của cả nền kinh tế (chưa kể tài sản cố định - vì chưa thể hiện trong số liệu thống kê và chưa tính được), khoảng 30% vốn đầu tư hàng năm của toàn xã hội nhưng mới đóng góp ước tính khoảng 14% vào thu ngân sách nhà nước hàng năm.

Gần một nửa số tổng công ty 91 và 90 có hoạt động thuộc lĩnh vực

⁶Số lượng tổng công ty 91 và tổng công ty 90 đã trở thành hoặc đã được đưa vào nhóm 8 tập đoàn kinh tế nhà nước vừa kể trên chưa xác định rõ.

“nóng” của nền kinh tế là chứng khoán, ngân hàng, bảo hiểm và bất động sản với giá trị lên đến hơn 23.000 tỷ đồng.⁷ Quả thực rất khó cho các doanh nghiệp có qui mô nhỏ và vừa, nhất là doanh nghiệp trong khối tư nhân, mỗi lần lỡ phải “đối đầu” với các “anh cả” này. Câu hỏi đặt ra là sức mạnh thực sự của doanh nghiệp nhà nước nằm ở năng lực tạo ra nhiều giá trị gia tăng hơn hay ở quy mô đồ sộ các nguồn lực được trao.

7.5 Sửa đổi Hiến pháp năm 1992

Tại Đại hội đại biểu toàn quốc khóa VI của Đảng Cộng sản Việt Nam, chương trình đổi mới toàn diện và triệt để đã được đề xuất và thông qua, đánh dấu sự từ bỏ mô hình kế hoạch hóa tập trung bao cấp cao độ của nền kinh tế trước đó.⁸ Đổi Mới đã hình thành các nền tảng để xây dựng nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa và thừa nhận sở hữu tư nhân tại Việt Nam.

Chương trình Đổi Mới chính thức đón nhận một cách tự nhiên những khái niệm mới và thay đổi trong khu vực tài chính lỗi thời, hoạt động kém hiệu quả lúc bấy giờ. Cải cách đã đánh dấu chấm hết đối với kỷ nguyên tự cấp bằng việc đề cao đóng góp và vai trò thiết yếu của dòng vốn tư nhân trong nước và quốc tế như một trong những động cơ tăng trưởng giúp Việt Nam cất cánh.

Quá trình Đổi Mới đã tạo ra nhu cầu hồi sinh nhiều khái niệm kinh tế và chính trị ở cấp quốc gia. Điều này đã dẫn tới việc sửa đổi Hiến Pháp của Việt Nam vào năm 1992. Điểm nổi bật trong Hiến pháp mới là ghi nhận sự tồn tại và quyền phát triển của khu vực kinh tế tư nhân, và theo đó là mô hình kinh tế tư bản, cùng với sự tồn tại của khu vực kinh tế nhà nước:

“Mục đích chính sách kinh tế của Nhà nước là làm cho dân giàu nước mạnh, đáp ứng ngày càng tốt hơn nhu cầu vật chất và tinh thần của nhân dân trên cơ sở phát huy mọi năng lực sản xuất, mọi tiềm năng của các

⁷Theo Tuấn Việt Nam, “Cải cách tập đoàn nhà nước và một chữ Dám” của tác giả Nguyễn Trung, ngày 10/9/2008.

⁸Văn kiện Đại hội Đảng lần thứ III, IV, V, VI, và VII, [69].

thành phần kinh tế gồm kinh tế nhà nước, kinh tế tập thể, kinh tế cá thể, tiểu chủ, kinh tế tư bản tư nhân, kinh tế tư bản nhà nước và kinh tế có vốn đầu tư nước ngoài dưới nhiều hình thức, thúc đẩy xây dựng cơ sở vật chất - kỹ thuật, mở rộng hợp tác kinh tế, khoa học, kỹ thuật và giao lưu với thị trường thế giới.

Các thành phần kinh tế đều là bộ phận cấu thành quan trọng của nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa. Tổ chức, cá nhân thuộc các thành phần kinh tế được sản xuất, kinh doanh trong những ngành, nghề mà pháp luật không cấm; cùng phát triển lâu dài, hợp tác, bình đẳng và cạnh tranh theo pháp luật.

Nhà nước thúc đẩy sự hình thành, phát triển và từng bước hoàn thiện các loại thị trường theo định hướng xã hội chủ nghĩa”.⁹

Hiến pháp mới đã cho phép khái niệm Đổi Mới được áp dụng trong hầu hết các lĩnh vực hoạt động kinh tế - chính trị của đất nước. Một trong nhiều hệ quả tích cực là sự ra đời và phát triển của khu vực tài chính. Quá trình Đổi Mới đã mở đường cho những hoạt động và phát triển quan trọng nhất trong hệ thống tài chính - ngân hàng. Đó là đầu tư tư nhân trong nước; thành lập các thị trường tài chính đa dạng (không chỉ duy nhất hoạt động ngân hàng); nghiệp vụ thị trường mở của ngân hàng trung ương; và thành lập thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2000. Có lẽ, đáng chú ý và có ý nghĩa nhất của Đổi Mới với phát triển kinh tế nói chung và hệ thống tài chính nói riêng, chính là việc hợp pháp hóa sở hữu tư nhân đối với tài sản và chuyển hướng theo mô hình kinh tế thị trường. Một lần nữa, trong Hiến pháp năm 1992, những điểm nổi bật này được phản ánh rõ ràng và đầy đủ trong Điều 15:

“Nhà nước xây dựng nền kinh tế độc lập, tự chủ trên cơ sở phát huy nội lực, chủ động hội nhập kinh tế quốc tế; thực hiện công nghiệp hoá, hiện đại hoá đất nước.

Nhà nước thực hiện nhất quán chính sách phát triển nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa. Cơ cấu kinh tế nhiều thành phần với các hình thức tổ chức sản xuất, kinh doanh đa dạng dựa trên chế độ sở hữu toàn dân, sở hữu tập thể, sở hữu tư nhân, trong đó sở hữu toàn

⁹Nghị quyết số 51/2001/QH10 ngày 25/12/2001 của Quốc hội về việc sửa đổi, bổ sung một số điều Hiến pháp năm 1992 của nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam, Điều 16

*dân và sở hữu tập thể là nền tảng”.*¹⁰

7.6 Dòng vốn quốc tế

Tự do hóa thương mại, mở cửa thị trường trong nước và khuyến khích xuất khẩu nằm ở trung tâm của quá trình chuyển đổi cơ cấu kinh tế của Việt Nam. Bắt đầu từ chính sách dỡ bỏ các rào cản thương mại giữa các địa phương, giao dịch buôn bán mở rộng giữa các đối tác Việt Nam và nước ngoài, và tiếp tục phát triển thành các cam kết tự do thương mại khu vực, song phương và toàn cầu.

7.6.1 Mở cửa đầu tư và thương mại

Mở cửa đầu tư và thương mại là bước đột phá quan trọng của thời kỳ Đổi Mới bắt đầu từ năm 1986. Trước tiên phải kể đến việc dỡ bỏ các rào cản nội thương. Trong cơ chế kinh tế kế hoạch hóa tập trung, phân phối và lưu thông hàng hóa vừa là nhiệm vụ vừa là độc quyền của chính quyền trung ương. Chính quyền cấp địa phương không được phép tham dự. Đó chính là nguyên nhân tình trạng xơ cứng của hệ thống thương mại. Từ đó, dẫn tới thực tế vào năm 1978 là trong khi vùng Đồng bằng sông Cửu Long đang thừa gạo thì cách đó vài trăm cây số, người dân thành phố Hồ Chí Minh đang dùng khoai mì, khoai lang, và thậm chí là bo bo thay gạo. Điều vốn chưa từng xảy ra với cư dân của thành phố một thời được mệnh danh “hòn ngọc Viễn Đông”.

Ý tưởng “xé rào” và quyết tâm không để người dân thành phố mang tên Bác thiếu lương thực được Bí thư Thành ủy lúc bấy giờ, ông Võ Văn Kiệt, đề ra là cử người của *Công ty Lương thực* đi thu mua lúa gạo ở bên ngoài thành phố. Việc làm tưởng chừng như quá đơn giản trong không gian năm 2008 thì vào thời điểm đó là sự bứt phá, vượt ra ngoài phạm vi thẩm quyền của thành phố.

Hành động dũng cảm của thành phố Hồ Chí Minh còn kích hoạt cho bước đột phá thứ hai, vô hiệu hóa cơ chế định giá theo chiều dọc. Vào lúc gạo được chuyển về thành phố, giá lúa do Ủy ban Vật giá qui định,

¹⁰Hiến pháp năm 1992 của nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam, Điều 15

Bộ Chính trị duyệt và Thủ tướng Chính phủ ký là 0,52 đồng/kg. Nhưng để thu mua được, *Công ty Lương thực* phải trả 2,5 đồng/kg, tức là gấp 5 lần giá quy định. Để đảm bảo đồng vốn của Nhà nước, gạo về tới nơi được bán với giá kinh doanh (tính bằng giá mua thực tế + chi phí xay xát + chi phí vận chuyển + thặng số thương nghiệp).¹¹ Lúc này, giá đã được xác định theo chiều ngang.

Kể từ đó, cơ chế định giá mới lan rộng trên phạm vi cả nước. Tới năm 1979, tình thế được xác định là không thể kéo dài phương thức hoạt động của cơ chế cũ được nữa, yêu cầu cấp bách của thực tiễn là phải thay thế lý luận kinh tế cũ bằng lý luận kinh tế mới, hiểu rõ thực tế và nhìn thẳng vào sự thật.¹² Cùng thời gian này, chính sách kinh tế mới (NEP) của V.I. Lênin được các giáo sư, viện sĩ, tiến sĩ kinh tế hàng đầu của Liên Xô giới thiệu cho đội ngũ cán bộ trung và cao cấp ở Việt Nam.

Với những nhận thức mới về vai trò của tự do trao đổi hàng hóa và kinh tế tư nhân, chính sách thương mại đã cởi mở hơn rất nhiều trong những năm sau đó. Tuy nhiên, Nhà nước vẫn giữ độc quyền giao thương quốc tế. Mãi cho đến năm 1998, các thành phần kinh tế ngoài quốc doanh mới được tham gia hoạt động này. Ngày 31/7/1998, Chính phủ ban hành Nghị định 57/1998/NĐ-CP với nội dung quan trọng là cho phép mọi tổ chức kinh doanh được trao đổi và mua bán quốc tế những loại hàng hóa phù hợp với qui định trong đăng ký kinh doanh mà không cần xin cấp giấy phép. Tác động của Nghị định này là số doanh nghiệp tham gia ngoại thương tăng gấp 4 lần trong 2 năm, từ 2.400 (đầu năm 1998) lên 10.000 doanh nghiệp (tháng 11/2000), trong đó có 4.500 doanh nghiệp nhà nước và 5.500 đơn vị ngoài quốc doanh. Các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài cũng được khuyến khích tham gia xuất khẩu hàng hóa. Với một số nhóm hàng hóa đặc biệt, cơ chế hạn ngạch (quota) tiếp tục được duy trì.

Song hành cùng quá trình hội nhập ngày một mạnh mẽ hơn vào đời sống thương mại và dòng vốn quốc tế, kinh tế Việt Nam cũng tái hội nhập với các thể chế kinh tế toàn cầu với khái niệm trung tâm là “quốc

¹¹ Đặng Phong, *Đêm trước Đổi Mới: từ chạy gạo đến phá cơ chế giá*. Báo Tuổi trẻ, 07/12/2005.

¹² Trần Nhâm, 2005: [73] *Trường Chinh với hành trình đổi mới tư duy*, Nxb. Chính trị quốc gia, Hà Nội, 2007

tế hóa đời sống kinh tế”. Thành tựu của nỗ lực mở cửa thương mại và đầu tư được ghi nhận rất rõ ràng qua dòng vốn nước ngoài vào Việt Nam tăng lên sau từng năm và có ảnh hưởng ngày một lớn hơn trên cả khu vực sản xuất vật chất và thị trường các tài sản tài chính.

7.6.2 Đầu tư trực tiếp nước ngoài

FDI (Đầu tư trực tiếp nước ngoài - Foreign Direct Investment)¹³ và FPI (Đầu tư gián tiếp nước ngoài - Foreign Portfolio Investment) là hai dạng thức vẫn được sử dụng để phân biệt các luồng vốn nước ngoài đổ vào Việt Nam. Việc phân biệt cho phép so sánh và đo đếm lợi và hại của hai dạng thức vốn này. Nhìn chung ở Việt Nam, Trung Quốc hay Ấn Độ - những quốc gia thu hút ấn tượng nguồn vốn tài chính quốc tế, FDI vẫn có ý nghĩa quan trọng và được chăm sóc nhiều hơn FPI. Nếu như với FDI, câu chuyện thường xoay quanh thu hút thế nào cho nhiều thì với FPI, câu chuyện lại là quản lý thế nào cho tốt. Liệu khác biệt trong quan niệm này có căn cứ và có phải khi nào FDI cũng tốt hơn FPI không, có khi nào nên nghĩ đến chuyện hợp nhất hai loại vốn này?

Về nguyên lý, FDI như ông già Noel mang theo những giỏ quà lóng lánh. Nhìn vào giỏ sẽ thấy có lượng vốn dồi dào; khả năng tiếp cận công nghệ mới, tiên tiến; khai phá và kích thích xuất khẩu,... Những món quà vô giá với những cậu bé - những doanh nghiệp nhỏ ở Việt Nam vốn chỉ quen chơi những trò chơi nhỏ và truyền thống. FDI phần nào được ưa chuộng bởi ích lợi của nó rất hiện hữu, sờ - nắm - đo đếm - bình phẩm được. Đó là những nhà máy mới, to lớn hiện đại chưa từng thấy; những mạng lưới công nghệ thông tin cao cấp; những khu thương mại khổng lồ, sáng long lanh và lộng lẫy; những người lao động chất lượng cao, giao tiếp với nhau bằng ngôn ngữ quốc tế,... Về góc độ xã hội thì nổi bật nhất là khả năng tạo việc làm lớn. Những ưu điểm này là vượt trội nếu so với FPI.

Chưa hết, tác động của FDI không dừng lại ở một nhà máy hay một hệ thống, mỗi đơn vị đầu tư này lại có vai trò như một hệ số nhân tác động, tức là sự xuất hiện của nó kéo theo một loạt các hiệu ứng phát triển quy mô vùng. Cùng với những dự án FDI được triển khai sẽ có

¹³Kể từ ngày 1/1/1998, Luật Đầu tư nước ngoài tại Việt Nam chính thức có hiệu lực.

hàng loạt các dự án lớn nhỏ ăn theo và một hệ thống các dịch vụ phụ trợ. Nhà máy Intel Việt Nam đi vào hoạt động chắc chắn sẽ làm cho cả một khu dân cư xung quanh thay đổi, kèm theo là một loạt các dịch vụ ăn uống, giải trí, vận chuyển,... Một quá trình lan tỏa ảnh hưởng với cấp số nhân thực sự.

FDI có luôn tốt đến vậy? Rất nhiều nhà kinh tế trong và ngoài nước thực sự băn khoăn về câu hỏi này. Xã hội Hoa Kỳ tăng trưởng không phải chỉ nhờ có những Microsoft, Intel, Apple, Goldman Sachs,... mà phần rất lớn động lực tuôn trào từ những người đang từng ngày nỗ lực để trở thành những Bill Gates mới và Steve Jobs mới. Giáo sư Nancy Napier, nhà nghiên cứu hàng đầu về chiến lược tại Đại học Boise State, trong những dịp tiếp xúc với các doanh nghiệp Việt Nam, luôn chia sẻ mối lo lắng chiến lược của các doanh nghiệp Hoa Kỳ về sức sáng tạo và năng động trong các doanh nghiệp quy mô vừa và nhỏ đang ngày càng giảm, khiến nền kinh tế Hoa Kỳ ngày càng trở nên già cỗi và kém sự vận động.

Sức sáng tạo, tính năng động đó chính là những người khởi nghiệp. Nó quan trọng đến nỗi Jack Welch huyền thoại của GE từng tuyên bố muốn chẻ nhỏ, tái cơ cấu tập đoàn này để có thể tiến lên với tinh thần của một doanh nghiệp nhỏ. Những doanh nghiệp nhỏ có ý nghĩa vô cùng quan trọng với sức tăng trưởng và khả năng đổi máu của toàn nền kinh tế. Bằng chứng với những người chủ khởi nghiệp đầu tiên của Trung Nguyên hay FPT có lẽ cũng đủ. Họ đã định nghĩa lại sức mạnh kinh tế của Việt Nam.

Thế thì FDI, nguồn vốn luôn được tôn sùng có một hạn chế: sự xuất hiện của nó giống như sự xuất hiện của những doanh nghiệp lớn đã trực tiếp cạnh tranh những khoảnh đất màu mỡ có thể nuôi mầm những tinh thần khởi nghiệp. Phía nào yếu thế hơn, câu trả lời xin dành cho độc giả.

Mèo trắng hay mèo đen?

“Mối đe dọa” từ FDI có thể làm triệt tiêu nguồn lực tự thân ở quốc gia sở tại. Do vậy, giải pháp “phòng ngừa” được cụ thể hóa thành các yêu cầu đảm bảo hàm lượng “chất xám nội” trong những nhà máy FDI, các cam kết xuất khẩu và chuyển giao công nghệ, quy định về giao dịch ngoại hối, cùng hàng loạt quy chế có tính cưỡng bức khác.

Trái lại, nguồn vốn ngoại ở dạng FPI là nguồn bổ dưỡng cho tinh thần khởi nghiệp trong nước, đưa những doanh nghiệp vừa và nhỏ tiếp cận đến nguồn vốn dồi dào kèm theo các chuẩn mực quốc tế như điều kiện công bố thông tin, yêu cầu minh bạch hóa hay qui chế quản trị xung đột lợi ích. Việc thực hành có thể khó khăn, nhưng sự cần thiết là không thể bác bỏ. Rõ ràng, ngoài việc đưa vốn đến, những lợi ích không trực tiếp của FPI là nâng dần mặt bằng văn minh kinh doanh trong nước lên ngang tầm khu vực và quốc tế trong giao dịch, quản trị rủi ro, xây dựng và thực thi chiến lược, áp dụng các công cụ quản trị mới...

Thực tế trên thị trường tài chính và thị trường chứng khoán chứng minh sự tham gia của các tổ chức và quỹ đầu tư quốc tế đã đẩy tính thanh khoản, chiều sâu, mức độ hiệu quả của thị trường lên rất cao và rất nhanh. Giai đoạn 2006-2007 có bước tiến dài bằng cả 5-6 năm vận hành trước đó của thị trường tài chính Việt Nam. Quá trình này ngược lại giúp tăng cường tính hợp lý trong phân bổ và hiệu suất sinh lợi của các dòng vốn.

Có lý do cụ thể để giải thích vì sao nhiều quốc gia không thực sự thích FPI. FDI là những khoản đầu tư có đặc tính ổn định, giống như đã có gạch và vữa để xây lên bức tường và việc phá đi cũng không giúp người bỏ tiền xây thu lại được gì nhiều. FPI khác ở chỗ, một bức tường được dựng lên hoàn chỉnh và khi cần, nhà đầu tư nhấc cả bức tường đi. Đặc tính này là căn nguyên của hiện tượng thoái vốn hàng loạt (capital flight) mà nhiều nhà kinh tế và quản lý chính sách lo ngại. Bài học khủng hoảng tài chính - tiền tệ tại Thái Lan và Đông Á cuối những năm 1990 còn tiếp tục ám ảnh nhiều năm sau. Đối mặt và có các biện pháp phòng vệ hợp lý tốt hơn bỏ qua cơ hội hay tìm kiếm lựa chọn khác. Sau khủng hoảng năm 1997, bài học được nhiều quốc gia rút ra và thống nhất áp dụng là xây dựng khung chính sách nhạy cảm và linh hoạt, có khả năng điều chỉnh theo biến động của kinh tế thế giới.

Một đặc điểm khác giúp phân biệt FDI và FPI là tính chấp nhận rủi ro. FDI thường hướng tới cơ hội kinh doanh mang lại lợi nhuận cụ thể, có thể tính toán và dự báo với xác suất thành công cao. Ngược lại, nhà đầu tư gián tiếp có điều kiện theo đuổi những cơ hội đầu tư có mức độ rủi ro lớn hơn với kỳ vọng vào thời cơ tăng trưởng bùng nổ trong tương lai. Sở dĩ có thể như vậy là vì vốn FPI có thể thực hiện dần từng phần

mà vẫn đảm bảo trọn vẹn của khoản đầu tư. FPI còn có khả năng ngừng triển khai trong thời gian ngắn và rất ngắn. Trên góc độ một nhà đầu tư nước ngoài, vấn đề có lẽ không phải là chọn cách đầu tư nào mà trên thực tế là phối hợp ra sao để FDI hay FPI cùng mang lại lợi nhuận tối đa. Người kinh doanh hay nhà quản lý trong nước có những cân nhắc cụ thể hơn trước mỗi cơ hội kinh doanh.

Khó có thể nói FDI hay FPI tốt hơn hay thậm chí có thể đặt câu hỏi rằng có nhất thiết phải phân tách FDI và FPI hay không? Ngày 29/7/2005, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước có văn bản số 238/UBCK-QLPH hướng dẫn doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài niêm yết và đăng ký giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Kể từ sau thời điểm này, phân định rạch ròi FDI và FPI sẽ gặp nhiều “khó khăn”. Mỗi hình thức đầu tư đều có lợi thế và hạn chế riêng. Từ góc độ quản trị và điều hành vốn, không chỉ các doanh nghiệp FDI mà các nhà đầu tư FPI cũng có những giải pháp tăng cường quản trị, chuyển giao công nghệ và hỗ trợ kinh doanh để tối đa hóa giá trị cho khoản đầu tư của mình. Tới ngày 6/12/2007, Công ty Cổ phần Dây và Cáp điện Taya Việt Nam (Taya Vietnam) đã trở thành doanh nghiệp 100% vốn đầu tư nước ngoài đầu tiên được cấp phép niêm yết cổ phiếu tại Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh.

Tăng trưởng FDI.(hình 11.5) trong nước cho thấy, từ năm 2006 có tăng trưởng đột biến về qui mô vốn FDI đăng ký vào Việt Nam. Năm 2006 có trên 12 tỷ USD đăng ký đầu tư vào Việt Nam với tổng số 987 dự án. Như vậy, tính bình quân qui mô dự án của năm 2006 lớn gấp 2 lần năm 2005 (đăng ký 6,8 tỷ USD cho 970 dự án). Kỷ lục chưa dừng ở đó. Năm 2007 có 1.445 dự án FDI, đăng ký vốn 17,8 tỷ USD. Bất chấp những biến động của kinh tế và tài chính toàn cầu, quy mô đăng ký FDI vào Việt Nam vẫn tăng cao kinh ngạc trong năm 2008. Vốn FDI đăng ký của năm này vượt trên 60 tỷ USD!

Tuy nhiên, tỷ lệ giải ngân còn quá thấp rất cần được quan tâm.

Năm	2000	2006	2007	2008
Tỷ lệ giải ngân	90%	40%	30%	18%

Nguyên nhân cản trở triển khai các dự án đầu tư nước ngoài được khoanh vào: cơ sở hạ tầng, nguồn nhân lực và thủ tục hành chính.

Ai cũng muốn nhìn vào tương lai tốt đẹp. Mặt tốt đẹp mà dòng vốn từ bên ngoài đem lại là lượng vốn khổng lồ, tạo động lực cho kinh tế Việt Nam tăng trưởng nhanh chóng. Xu thế kết hợp cả hai hình thức đầu tư ngày càng được nhiều nhà đầu tư nước ngoài lựa chọn: FDI để chủ động tìm hiểu và nắm bắt thị trường; FPI để mở rộng hoạt động, đa dạng hóa kinh doanh và danh mục đầu tư.

Nỗ lực chủ động hội nhập kinh tế quốc tế và sức hút hấp dẫn của thị trường 80 triệu dân cùng tốc độ tăng trưởng cao là chìa khóa mở rộng cánh cửa cho các ngân hàng và định chế tài chính quốc tế tiến vào Việt Nam dưới hình thức FDI. Với tốc độ tăng quá nhanh về số lượng công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ, công ty tài chính, ngân hàng thương mại... thì xu thế mua lại đối tác Việt Nam của các tổ chức tài chính quốc tế hiển hiện ngày một rõ hơn.

7.6.3 FPI và điểm đến ngân hàng - tài chính

Giấy phép chi nhánh của HSBC ở thành phố Hồ Chí Minh với số vốn điều lệ 15 triệu USD ghi ngày 22/3/1995. Nhưng rất nhiều người biết rằng họ đã có mặt ở Việt Nam từ cuối những năm 1870.¹⁴ Hoạt động đầu tư gián tiếp tồn tại từ rất sớm. ANZ tuyên bố là một trong những ngân hàng nước ngoài đầu tiên hoạt động tại Việt Nam với hơn 15 năm vận hành, và hiện đang phục vụ rất nhiều người có thu nhập cao, người có người thân đi học, công tác và cư trú ở nước ngoài. Những ngân hàng Nhật Bản có mặt tại Việt Nam cũng đã nhiều năm. Các tên tuổi Mitsubishi Tokyo, Sumitomo-Mitsui, Mizuho,... đều nổi tiếng ở Nhật Bản và thế giới. Họ đã đến Việt Nam trong những năm 1990.

Bảng 7.1 liệt kê một số thương vụ mua cổ phần trong định chế tài chính Việt Nam của đối tác nước ngoài. ANZ và HSBC - hai cái tên vừa nhắc đến ở trên, cũng chính là hai nhà đầu tư tích cực nhất trong hoạt động đầu tư gián tiếp mua lại cổ phần các ngân hàng trong nước. Cũng không thể bỏ qua đại gia phố Wall, Morgan Stanley với hai khoản đầu tư chiến lược hồi cuối quý I/2008.

Với nguồn vốn và trợ lực từ HSBC, Techcombank trở thành một trong những ngân hàng tư nhân phát triển nhanh và mạnh nhất ở khu

¹⁴TS. Vương Quân Hoàng trả lời phỏng vấn *Thông tấn xã Việt Nam* ngày 20/03/2006

vực miền Bắc. Liên tiếp trong 3 năm từ 2005-2007, Techcombank nhận nhiều giải thưởng danh giá từ Wachovia, Bank of New Yorks, CitiBank,... và là ngân hàng đầu tiên ở Việt Nam nằm trong danh sách xếp hạng tín nhiệm ngân hàng của Moody's. Một sức sống hoàn toàn mới và bản thân HSBC cũng thể hiện sự "phấn khích" khi quyết định mua thêm 5% cổ phần Techcombank vào tháng 10/2007 với giá cao gần gấp 2 lần mức giá họ trả 2 năm về trước. Rõ ràng FDI hay FPI không còn nhiều ý nghĩa. Thành công mới là chuyện để ăn mừng.

ANZ cũng khẳng định mình biết đầu tư. Khoản đầu tư 27 triệu USD vào Sacombank được thực hiện tháng 3/2005. Cổ phiếu STB của Sacombank luôn là một trong những cổ phiếu được ưa thích nhất tại HOSE. Cổ phiếu này được ưa thích không chỉ nhờ tính thanh khoản cao mà còn nhờ hiệu quả vận hành rất tốt ngân hàng phát hành. Vào thời điểm thị trường chứng khoán Việt Nam có nhiều biến động, từ cuối tháng 10/2008, đã có nhiều tin đồn về việc ANZ sẽ bán toàn bộ cổ phần của mình tại Sacombank. Tuy nhiên, tới sáng ngày 12/11/2008, hãng tin tài chính Bloomberg dẫn nguồn đáng tin cậy khẳng định ANZ vẫn sẽ tiếp tục nắm giữ cổ phần tại Sacombank - công ty niêm yết lớn thứ tư trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Sàn HOSE chỉ có hai cổ phiếu nhóm tài chính – ngân hàng. Cả hai đều là những tên tuổi hàng đầu. Ngoài STB vừa nhắc đến còn có SSI. SSI cũng lại là đối tượng đầu tư của ANZ. Với 88 triệu USD để mua 10% SSI vào tháng 7/2007, sau hơn 3 tháng, giá trị tính theo giá thị trường đã là 130 triệu USD. ANZ thu lãi 50% sau 3 tháng. Chỉ FPI mới có thể làm lên những khoản lãi khổng lồ trong khoảng thời gian rất ngắn. Tất nhiên, nhà đầu tư cẩn trọng cũng hiểu rằng vấn đề có tính hai mặt.

Việc so sánh FDI và FPI không nên chỉ nhằm vào số lãi trên thời gian. Hãy nhìn vào cách làm của ANZ. Ngoài việc thực hiện đầu tư vào SSI, ANZ còn tham gia hỗ trợ với các tiêu chí về kỹ thuật và quản trị kinh doanh. Trong thành công vượt bậc của SSI trong khoảng thời gian ngắn khó lòng chối bỏ đóng góp về kinh nghiệm quản trị của những đối tác quốc tế như ANZ và Daiwa Securities. FPI đang thực sự minh chứng hiệu quả của mình.

Câu chuyện tất nhiên chưa dừng lại. Bên cạnh ANZ và HSBC, còn có Standard Chartered, Deutsche Bank hay Paribas. Tiếp theo các ngân

hàng là thế lực vô cùng hùng hậu và có sức mạnh còn vượt trội hơn nữa của các quỹ đầu tư quốc tế, các ngân hàng đầu tư hàng đầu như Morgan Stanley hay Goldman Sachs. Ngay trong thời điểm kinh tế thế giới khó khăn cuối năm 2008, trao đổi với các đối tác từ Hoa Kỳ, chúng tôi được biết có đến 200 quỹ đầu tư đang chờ tín hiệu tốt để cùng tham gia vào thị trường Việt Nam. FPI có thể tăng chóng mặt, vốn sẽ bỗng chốc chảy ào ạt. Nhưng cũng đồng nghĩa với rủi ro đang đạt đến mức cần báo động và phải có biện pháp phòng ngừa hợp lý.

Bảng 7.1: Thống kê FPI ngân hàng - chứng khoán

Thời gian	Quốc tế	Quốc gia, lãnh thổ	Việt Nam	Mức	Giá trị
24/03/2005	ANZ	Australia	Sacombank	10%	27
29/06/2005	Standard Chartered	Anh	ACB	10%	22
28/12/2005	HSBC	Hongkong	Techcombank	10%	17,3
28/09/2005	OCBC	Singapore	VPBank	10%	15,7
17/01/2007	United Overseas Bank Limited (UOB)	Singapore	Southern Bank	10%	
14/07/2007	ANZ	Australia	SSI	10%	
14/09/2007	HSBC	Hongkong	Tập đoàn Bảo Việt	10%	225
2/10/2007	HSBC	Hongkong	Techcombank	5%	33,7
4/10/2007	Deutsche Bank	Đức	Habubank	10%	-
Tháng 12/2007	Paris National Bank-Paribas	Pháp	OCB	10%	-
14/02/2008	Morgan Stanley	Hoa Kỳ	Hương Việt	48,33%	-
18/03/2008	Morgan Stanley	Hoa Kỳ	PVFC	10%	200
24/09/2008	MayBank	Malaysia	An Bình	15%	93

Nguồn: Dan Houtte, Vuong & Partners. Đơn vị: triệu USD

7.7 Tái hội nhập kinh tế quốc tế

Kinh tế Việt Nam hội nhập với kinh tế thế giới từ rất sớm. Ban đầu là thông qua viện trợ và trao đổi ngoại thương với Liên Xô và các nước thuộc khối xã hội chủ nghĩa trước đây.

Không giống như nhiều suy nghĩ rằng cho mở cửa thương mại và chào đón nguồn vốn từ bên ngoài vào Việt Nam đánh dấu những bước tiếp cận đầu tiên với đời sống kinh tế quốc tế, chính quan hệ ngân hàng và kinh doanh tiền tệ của Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam đã đưa Việt Nam đến với hệ thống tài chính thế giới từ năm 1964. Tuy vậy, trong suốt một thời kỳ kéo dài tới trước những năm Đổi Mới, kinh tế Việt Nam hầu như chỉ giao lưu với các quốc gia “anh em” trong cùng khối xã hội chủ nghĩa.

Sau những diễn biến thay đổi chính trị tại Liên Xô trước đây và Đông Âu đầu những năm 1990, Việt Nam phải đối diện với áp lực tìm kiếm các thị trường xuất khẩu và đối tác kinh doanh mới, đa dạng hơn. Năm 1993 đánh dấu mốc khởi động tiến trình tái hội nhập vào hệ thống kinh tế quốc tế của Việt Nam bằng việc bình thường hóa với các tổ chức tài chính tiền tệ quốc tế, gồm: WB, IMF, và ADB.

Năm 1944, để chuẩn bị cho quá trình tái thiết châu Âu và hệ thống kinh tế thế giới sau khi kết thúc Chiến tranh thế giới thứ hai, tại Bretton Wood, bang New Hampshire, Hoa Kỳ, Quỹ Tiền tệ Quốc tế (International Monetary Fund - IMF) và Ngân hàng Tái thiết và Phát triển (International Bank for Reconstruction and Development - IBRD) được thành lập với vai trò tham gia toàn diện của Hoa Kỳ. Tới năm 1975, IBRD được đổi tên thành Ngân hàng Thế giới (World Bank - WB).

Mặc dù về hình thức và hoạt động, IMF và WB là hai tổ chức tách biệt nhưng về bản chất, đây là hai bản sao của “kế hoạch đảo Jekyll”. Một “hệ thống dự trữ liên bang” với qui mô toàn cầu, được thiết lập để kiểm soát chính sách tín dụng các quốc gia.¹⁵

Giống như FED (Cục dự trữ liên bang hay Ngân hàng trung ương Hoa Kỳ), IMF phát hành một loại “tiền danh nghĩa”, gọi là *Quyền rút vốn đặc biệt - Special Drawing Right (SDR)*. Các quốc gia thành viên của IMF qui đổi đồng tiền của mình theo SDR. SDR được định nghĩa

¹⁵đđ, Hitchcock, 2007: [47], tr. 146-147

như là “chiếc rổ tiền tệ của các đồng tiền quốc gia”. IMF sử dụng một số loại tiền tệ chính để tính giá trị cho SDR, gồm: euro, bảng Anh, yên Nhật và USD.

Các học giả Griffin (1994:[45]) và Jones (1994:[56]) xem IMF và WB như những công cụ được các thế lực tài phiệt công nghiệp và tài chính sử dụng để tác động và tiến tới kiểm soát hoạt động tín dụng - tiền tệ của các quốc gia. Về sau, có thêm các tổ chức NAFTA, GATT - tiền thân của WTO.

Nhiều nỗ lực hội nhập kinh tế quốc tế được Việt Nam thực hiện trong năm 1995. Ngày 4/1/1995, Việt Nam gửi đơn xin gia nhập Tổ chức Thương mại Thế giới (World Trade Organization-WTO), bắt đầu hành trình 12 năm và kết thúc vào ngày 11/1/2007 với tư cách thành viên thứ 150 của tổ chức này. Tháng 7/1995, Việt Nam ký Hiệp định khung về hợp tác với Liên minh châu Âu (EU).

Ngày 28/7/1995, Việt Nam chính thức trở thành thành viên của Hiệp hội các Quốc gia Đông Nam Á (Association of Southeast Asian Nations - ASEAN). Trong bài phát biểu nhân dịp 41 năm ngày thành lập ASEAN (8/8/1967-8/8/2008) Thủ tướng Chính phủ Nguyễn Tấn Dũng nhận định: *“Khu vực Đông Nam Á và ASEAN có ý nghĩa chiến lược đối với Việt Nam vì nó liên quan trực tiếp đến môi trường an ninh và phát triển của đất nước. Một ASEAN liên kết chặt chẽ, đoàn kết và thống nhất, có vai trò và vị thế quốc tế quan trọng, là hoàn toàn phù hợp với lợi ích cơ bản và lâu dài của Việt Nam”*. Từ đầu năm 1996, Việt Nam bắt đầu thực hiện cắt giảm thuế quan theo cam kết trong Hiệp định chung về Chương trình ưu đãi thuế quan có hiệu lực chung (CEPT) cho Khu vực mậu dịch tự do ASEAN (AFTA).

Vào tháng 3/1996 và tháng 11/1998, Việt Nam lần lượt gia nhập các diễn đàn hợp tác kinh tế Á - Âu (ASEM) và Châu Á - Thái Bình Dương (APEC). Hội nghị thượng đỉnh APEC lần thứ 14 được tổ chức tại Hà Nội tháng 11/2006 với sự tham gia của nguyên thủ 21 quốc gia đã đánh dấu vị thế mới của Việt Nam trên trường quốc tế.

Quan hệ song phương giữa Việt Nam và Hoa Kỳ ghi nhận nhiều bước tiến đáng kể từ sau khi Hiệp định Thương mại Việt Nam - Hoa Kỳ được ký kết vào tháng 7/2000, có hiệu lực thi hành từ ngày 10/12/2001. Tới ngày 21/6/2007, Việt Nam và Hoa Kỳ tiếp tục ký kết Hiệp định khung

về Thương mại và Đầu tư.

Việt Nam thực hiện nhất quán đường lối đối ngoại độc lập, tự chủ, hoà bình, hợp tác và phát triển; chính sách đối ngoại rộng mở, đa phương hoá, đa dạng hoá các quan hệ quốc tế. Chủ động và tích cực hội nhập kinh tế quốc tế, đồng thời mở rộng hợp tác quốc tế trên các lĩnh vực khác, Việt Nam là bạn và đối tác tin cậy của các nước trong cộng đồng quốc tế, tham gia tích cực vào tiến trình hợp tác quốc tế và khu vực.

Vai trò và vị thế của Việt Nam trên trường quốc tế không ngừng được nâng lên. Ngày 16/10/2007, Chủ tịch Đại hội đồng Liên hợp quốc công bố Việt Nam chính thức trở thành thành viên không thường trực Hội đồng Bảo an Liên hợp quốc nhiệm kỳ 2008-2009, sau 30 năm gia nhập tổ chức này, kể từ ngày 20/9/1977.

Hội nhập kinh tế quốc tế mang lại nhiều thành tựu và thuận lợi cho phát triển kinh tế. Trong quá trình thực thi các cam kết về mở cửa thị trường, áp dụng nguyên tắc không phân biệt đối xử, xóa bỏ bao cấp và các loại trợ cấp bị cấm, công khai minh bạch các cơ chế chính sách kinh tế, thực hiện các tiêu chuẩn về vệ sinh động thực vật (SPS), thực hiện hiệp định rào cản thương mại (TBT), bảo hộ quyền sở hữu tài sản trí tuệ... một cách khách quan đã thúc đẩy việc hình thành tư duy kinh tế mới, các chuẩn mực quản lý mới ở cả khu vực hành chính và kinh doanh. Đối với doanh nghiệp, những chuyển biến quan trọng cũng được ghi nhận với quan tâm lớn hơn dành cho xây dựng chiến lược kinh doanh, tiếp cận thị trường, tạo dựng thương hiệu, hình thành chuẩn mực kinh doanh và văn hóa doanh nghiệp.¹⁶

Tuy nhiên, những thách thức lớn hơn cũng xuất hiện khi cánh cửa kinh tế Việt Nam đang dần mở toang và “cá mập” quốc tế tiến vào. Những lo lắng đầu tiên được dành cho thị trường bán lẻ trong nước. Không chỉ các doanh nghiệp mà giới nghiên cứu và các nhà quản lý chính sách đều rất băn khoăn cho sự tồn tại của các hệ thống bán lẻ trong nước như Coop. Mart, Phú Thái... trước không khí khẩn trương chiếm lĩnh thị trường của BigC, Metro, hay Parkson và đang lăm le là những người khổng lồ Carrefour, Walmart... Thế nhưng, cơn sóng lớn

¹⁶Trương Đình Tuyển. “Tác động của việc gia nhập Tổ chức Thương mại Thế giới và hội nhập kinh tế quốc tế đến phát triển kinh tế - xã hội của Việt Nam: một năm nhìn lại”. *Tạp chí Cộng sản*, số tháng 1/2008

lại ập xuống các thị trường tín dụng, tiền tệ và chứng khoán trước tiên.

Bảng 7.2: Chỉ số chứng khoán toàn cầu

Ngày	DJAI	Nikkei 225	VNIndex	
30/09/2008	-777,68 -6,98%	-483,75 -4,12%	-22,30 -4,66%	1
10/10/2008	-128,00 -1,49%	-881,06 -9,62%	-18,58 -4,68%	2
16/10/2008	-733,08 -7,87%	-1089,02 -11,41%	-12,54 -3,16%	3
23/10/2008	-514 -5,70%	-213,71 -2,46%	-14,48 -3,86%	4
6/11/2008	-443,48 -4,85%	-622,10 -6,53%	-13,54 -3,57%	5
* 11/11/2008	-176,58 -1,99%	-272,13 -3,00%	-9,38 -2,67%	6

1- Ngân sách cứu trợ 700 tỷ USD của Hoa Kỳ không được thông qua. 2- Chứng khoán phố Wall giảm 8 ngày liên tiếp. 3- Thủ tướng Nhật Bản cho rằng cứu trợ 700 tỷ USD là chưa đủ. 4- Kết quả kinh doanh kém của quý III/2008. 5- Thất nghiệp ở Hoa Kỳ tăng mạnh. 6- Nỗi lo suy thoái kinh tế lan rộng toàn cầu.

Từ cuối năm 2007, hệ thống tài chính thế giới sa vào khủng hoảng nghiêm trọng. Đây cũng điểm bắt đầu của quá trình sụt giảm của thị trường chứng khoán Việt Nam. Trong bối cảnh kinh tế trong nước cũng gặp nhiều khó khăn với giá cả tăng cao, tín dụng khan hiếm ở mức lãi suất cao, thanh khoản giảm trên nhiều thị trường, các nhà đầu tư chứng khoán bắt đầu ngấm chỉ số DJIA¹⁷ và Nikkei để đặt giá cho phiên giao dịch tiếp theo, bảng 7.2. Quốc tế hóa đã vào tới túi tiền của từng nhà đầu tư Việt Nam.

¹⁷Dow Jones Industrial Average

Chương 8

Hệ thống ngân hàng hai cấp

Trong tiến trình phát triển, hệ thống ngân hàng thế giới ra đời trước tiên phục vụ nhu cầu cất giữ tài sản của một nhóm những người giàu có (thế kỷ XVIII trước Công nguyên), giải quyết thanh toán thương mại của tầng lớp thương nhân và tài trợ những khoản chi tiêu kếch sù của các hoàng tộc. Cũng vì thế, các mô hình ngân hàng thương nhân, ngân hàng đầu tư xuất hiện trước, phục vụ nhóm nhỏ nhà buôn giàu có và các hoàng gia. Mãi tới năm 1617, tại Venice, chính quyền địa phương mới thành lập một ngân hàng để can thiệp các hoạt động tài chính công cộng.

Tuy vậy, mô hình ngân hàng quốc gia hiện đại đầu tiên được thành lập là tại Thụy Điển, vào năm 1668. Sau đó, các ngân hàng quốc gia của Anh (1694) và Hoa Kỳ (1913) được thành lập và vận hành như những ngân hàng trung ương “kiểu mẫu”, sử dụng van tiền tệ điều khiển toàn bộ hoạt động của nền kinh tế.

Nền kinh tế Việt Nam bắt đầu làm quen với khái niệm ngân hàng từ năm 1875 với đồng tiền *piastre* và Ngân hàng Đông Dương của người Pháp. Vai trò cần thiết của hệ thống ngân hàng được Nhà nước Việt Nam ghi nhận ngay từ những ngày mới giành độc lập. Tháng 10/1945, hai ngân hàng thương mại đầu tiên được thành lập tại Hà Nội: Việt Nam Công thương Ngân hàng (vốn điều lệ 10 triệu đồng Đông Dương) và Ngân hàng Nam Á (vốn điều lệ 5 triệu đồng Đông Dương). Ngân hàng Quốc gia Việt Nam được thành lập năm 1951 và hoạt động với vai

trò kép, vừa là ngân hàng trung ương, vừa là ngân hàng thương mại.

Hệ thống ngân hàng một cấp được duy trì ở Việt Nam kể từ tháng 5/1951 cho đến tháng 5/1990. Việc tách biệt chức năng quản lý tiền tệ và thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng thu lợi nhuận để hình thành hệ thống ngân hàng hai cấp, từ sau năm 1990, đánh dấu bước đột phá quan trọng của hệ thống ngân hàng - tài chính Việt Nam. Không những số lượng ngân hàng tăng lên nhanh chóng, với thành phần đa dạng gồm cả nhà nước, dân doanh và nước ngoài, mà sản phẩm và dịch vụ ngân hàng cũng phát triển rất phong phú và đa dạng.

Cạnh tranh trên thị trường ngân hàng nhiều “màu mỡ” nóng lên từng ngày, phản ánh qua các mức lãi suất thường xuyên điều chỉnh, các chương trình khuyến mãi, chăm sóc khách hàng và quảng bá dịch vụ mới liên tục được đưa ra. Chính phủ cũng sử dụng nhiều hơn các công cụ tiền tệ trong điều tiết hoạt động kinh tế quốc dân.

8.1 Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Theo Sắc lệnh số 15, ngày 6/5/1951, Ngân hàng Quốc gia Việt Nam được thành lập với nhiệm vụ: (i) Quản lý ngân quỹ quốc gia và phụ trách việc phát hành công trái quốc gia; (ii) Cho vay vốn, góp vốn và huy động vốn của nhân dân để phát triển sản xuất; (iii) Quản lý tiền ngoại quốc và thanh toán các khoản giao dịch với nước ngoài; (iv) Quản lý kim cương, vàng và giấy phiếu ngân hàng dùng để định giá tài sản bằng thể lệ hành chính; và, (v) Đấu tranh tiền tệ với địch.

8.1.1 Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Ngày 21/1/1960, Ngân hàng Quốc gia Việt Nam được đổi tên thành Ngân hàng Nhà nước Việt Nam theo Thông tư 20/VP-TH của Tổng Giám đốc Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. Tới 26/10/1961, Hội đồng Chính phủ ban hành Nghị định 171/CP quy định nhiệm vụ, quyền hạn và tổ chức bộ máy của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. Cho đến trước năm 1990, hệ thống ngân hàng tại Việt Nam vẫn chỉ có một cấp. Nội dung của Nghị định 171/CP ghi rõ:

Điều 1: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam là cơ quan của Hội đồng Chính phủ có trách nhiệm quản lý tiền tệ và tín dụng theo đường lối, chính sách của Đảng và Nhà nước, đảm bảo hoàn thành tốt nhiệm vụ và kế hoạch phát hành, điều hòa lưu thông tiền tệ, thu chi tiền cho ngân sách nhà nước, huy động vốn và cho vay, thanh toán trong nước và ngoài nước, quản lý và kinh doanh ngoại hối, kiểm tra bằng đồng tiền hoạt động kinh tế và tài chính của các xí nghiệp và tổ chức kinh tế, nhằm phát huy chức năng tiền tệ và tín dụng xã hội chủ nghĩa, tăng cường chế độ hạch toán kinh tế, củng cố sức mua của đồng tiền, thúc đẩy nền kinh tế quốc dân phát triển tiến lên chủ nghĩa xã hội.

Điều 2, mục 2: ...cùng Bộ Tài chính, Bộ Ngoại thương xây dựng kế hoạch ngoại hối và kiểm tra đôn đốc việc thực hiện kế hoạch ấy.

Điều 2, mục 4: ...bảo quản vốn ngoại tệ và kim quý của Nhà nước; quản lý và kinh doanh ngoại hối, kim khí quý, đá quý; phụ trách công tác thanh toán quốc tế về mậu dịch và phi mậu dịch; công bố tỷ giá hối đoái sau khi được Hội đồng Chính phủ duyệt. Làm nhiệm vụ Ngân hàng Ngoại thương.

Điều 2, mục 14: Thi hành các hiệp định mà nước ta đã ký kết với nước ngoài về những điều khoản thuộc công tác ngân hàng; trong phạm vi ủy quyền của Chính phủ, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam được ký kết với nước ngoài hay cơ quan hối đoái quốc tế các hiệp định về ngân hàng.

Ngân hàng Nhà nước Việt Nam chuyển đổi sang mô hình hoạt động mới theo sắc lệnh được phê chuẩn vào ngày 23/5/1990. Ngân hàng Nhà nước được cấu trúc lại để phù hợp với chức năng của một ngân hàng trung ương thời đại mới trong hệ thống ngân hàng hai cấp cũng như giữ khoảng cách đối với các hoạt động của ngân hàng thương mại, điều mà Ngân hàng Quốc gia trước đó đã phải đảm nhiệm. Ông Đặng Việt Châu làm Tổng Giám đốc đầu tiên (1974-1976).

Mô hình kinh tế mới vận hành chủ yếu dựa trên các quy tắc kinh tế thị trường, yêu cầu Ngân hàng Nhà nước phải hoàn thành các chức năng sau:¹ (1) Phát triển các kế hoạch và chiến lược đối với sự phát triển của kinh tế - xã hội, các chính sách liên quan đến nghiệp vụ tiền tệ và các luật về hoạt động, tiền tệ, thanh toán tín dụng, tỷ giá hối đoái, và

¹Xem Điều 3, Pháp lệnh Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, tháng 5/1990

ngân hàng; (2) Ban hành các quy định trong quyền hạn và kiểm tra việc thực hiện các luật và quy định liên quan đến những vấn đề này; (3) Là người cho vay cuối cùng, và ngân hàng của các ngân hàng, và đảm bảo tính chuyên môn và minh bạch của các tổ chức tín dụng; (4) Chăm sóc các vấn đề tiền tệ, cụ thể là việc in, phân phối và dự trữ tiền. Công việc này cũng bao gồm việc quản lý lưu thông tiền và dự đoán nhu cầu đối với tiền tệ của nền kinh tế; (5) Tham gia vào các hoạt động ngân khố cùng với Kho bạc Nhà nước (Bộ Tài chính); cơ quan nước ngoài và tổ chức quốc tế. Có thể cung cấp các khoản vay cho Nhà nước khi cần; và, (6) Quản lý việc dự trữ ngoại hối và vàng; giám sát cán cân thanh toán; các vấn đề ngoại hối;...

Những chức năng trên thể hiện khác biệt rõ ràng với kiểu hoạt động hai vai của Ngân hàng Quốc gia Việt Nam - ngân hàng trung ương cùng lúc là ngân hàng thương mại. Tiếp sau sự chuyển đổi của Ngân hàng Quốc gia, hai trụ cột khác của khu vực ngân hàng cũng đã được sinh ra từ Ngân hàng Nhà nước để trở thành các ngân hàng thương mại thuộc sở hữu nhà nước là *Ngân hàng Nông nghiệp Việt Nam* và *Ngân hàng Công thương Việt Nam*, trong năm 1992.

Hai ngân hàng chính sách được thành lập trước đó là *Ngân hàng Đầu tư và Phát triển* và *Ngân hàng Ngoại thương*, được thay đổi và cấu trúc lại để trở thành ngân hàng thương mại. Bốn ngân hàng thương mại được xếp vào nhóm ngân hàng thương mại nhà nước,² từ đó đã luôn giữ vai trò chủ đạo trong hệ thống ngân hàng Việt Nam, và trở thành những nhân tố có ảnh hưởng nhất trên thị trường tài chính Việt Nam.

8.1.2 Luật Ngân hàng Nhà nước và Luật các tổ chức tín dụng

Cải cách trong hệ thống ngân hàng được đánh dấu bằng Nghị định 53/HĐBT ngày 26/3/1988 phân định rõ ràng chức năng, nhiệm vụ của Ngân hàng Nhà nước và các ngân hàng chuyên doanh, làm tiền đề cho Pháp lệnh về Ngân hàng Nhà nước và Pháp lệnh về ngân hàng, hợp tác xã tín dụng và công ty tài chính. Có hiệu lực kể từ ngày 1/10/1990, hai Pháp lệnh đã tạo lập được mô hình ngân hàng hai cấp. Trong đó, Ngân

²State Owned Commercial Banks - SOCBs

hàng Nhà nước Việt Nam thực hiện chức năng ngân hàng của các ngân hàng, quản lý hoạt động kinh doanh của các ngân hàng thương mại, các tổ chức tín dụng trong nền kinh tế; các ngân hàng thương mại, tổ chức tín dụng thực hiện chức năng kinh doanh trực tiếp trên lĩnh vực tín dụng, tiền tệ và cung cấp dịch vụ ngân hàng.

Trong điều kiện kinh tế mới, Chính phủ rà soát các kế hoạch liên quan đến tốc độ cải cách của khu vực tài chính. Áp lực lớn được đặt ra là ban hành luật ngân hàng đáp ứng các tiêu chuẩn quản lý và kinh doanh hiện đại. Ngày 12/12/1997, Quốc hội thống nhất thông qua 2 bộ luật đầu tiên điều chỉnh khu vực ngân hàng ở Việt Nam: Luật Ngân hàng Nhà nước Việt Nam và Luật các tổ chức tín dụng.

Hai luật này hình thành khung pháp lý áp dụng đối với các tổ chức tài chính và ngân hàng nhằm định hướng hoạt động theo tiêu chuẩn chung của một ngành công nghiệp. Việc thông qua các luật ngân hàng đánh dấu bước phát triển quan trọng so với các Pháp lệnh trước đó. Việc ban hành các luật mới thể hiện quyết tâm và nỗ lực của Chính phủ trong cải thiện hoạt động của các tổ chức tài chính theo mô hình bền vững.

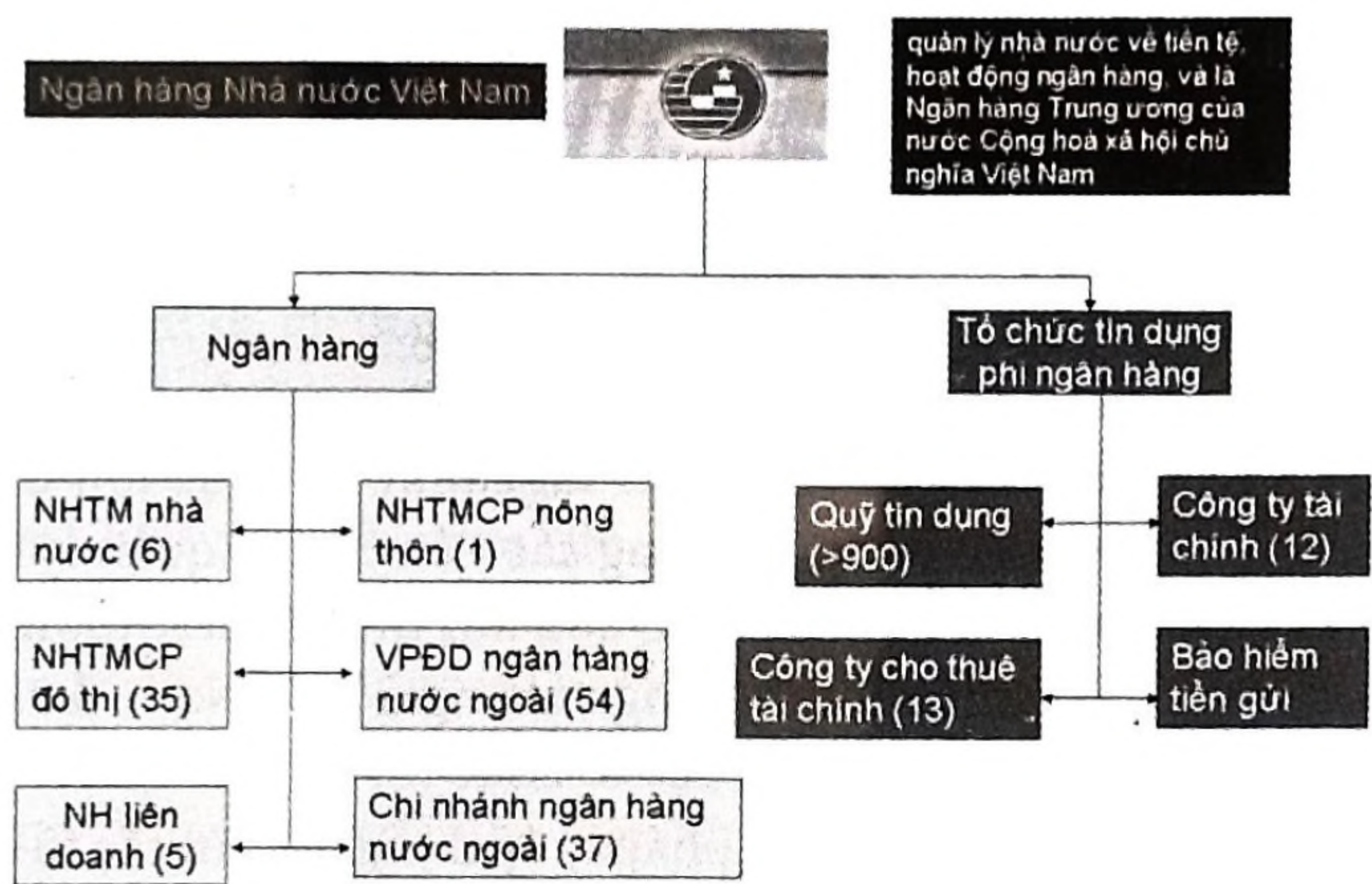
Hệ thống ngân hàng hai cấp đã định hình (hình 8.1). Từ đó, xuất hiện làn sóng thành lập một dạng ngân hàng mới - ngân hàng thương mại cổ phần.³ Ngân hàng thương mại cổ phần là một dạng của ngân hàng thương mại, với cổ phần của các ngân hàng này được nắm giữ bởi các doanh nghiệp nhà nước, ngân hàng thương mại nhà nước, cá nhân và các doanh nghiệp tư nhân.

Ngân hàng thương mại cổ phần thực hiện các hoạt động ngân hàng bán lẻ và bán buôn trên cơ sở vốn cổ phần. Ngân hàng thương mại cổ phần được nhận tiền gửi, trừ trường hợp Ngân hàng Nhà nước có mệnh lệnh hành chính tạm thời dừng nghiệp vụ này khi xuất hiện những vấn đề nghiêm trọng. Các ngân hàng này hoạt động cả ở khu vực thành thị và nông thôn.⁴

Hiện diện của ngân hàng thương mại cổ phần chính thức bước phát triển đột phá của nền kinh tế tài chính Việt Nam, trong đó lần đầu tiên

³Joint Stock Commercial Banks - JSCBs

⁴Tùy theo địa bàn hoạt động, ngân hàng thương mại cổ phần có thể phân chia thành ngân hàng thương mại cổ phần nông thôn hoặc đô thị. Đa phần các ngân hàng hoạt động ở khu vực thành thị có quy mô và tiềm lực lớn hơn.



Hình 8.1: Hệ thống ngân hàng hai cấp ở Việt Nam, 2008

các ngân hàng - thuộc các thành phần kinh tế khác nhau, cạnh tranh và vươn lên để đạt được hiệu quả kinh tế tốt hơn. Theo Ngân hàng Nhà nước, tính đến tháng 8/2008, cả nước có 47 ngân hàng, trong đó có 37 ngân hàng thương mại cổ phần. Trong số đó, có 35 ngân hàng thương mại cổ phần đô thị.⁵ Vietcombank vốn là một ngân hàng thương mại nhà nước được cổ phần hóa và chuyển đổi thành ngân hàng thương mại cổ phần từ cuối năm 2007.

Những quy định pháp lý mới cũng tạo điều kiện thuận lợi cho việc thành lập và phát triển hoạt động kinh doanh của nhiều loại hình tổ chức tài chính phi ngân hàng, như công ty tài chính, quỹ tín dụng, công ty cho thuê tài chính, v.v..

Với khung pháp lý tách biệt chức năng hoạt động của ngân hàng trung ương và ngân hàng thương mại, Ngân hàng Nhà nước ngày càng thể hiện rõ hơn vai trò quản lý thị trường tiền tệ, sử dụng các công cụ tiền tệ điều tiết hoạt động kinh tế quốc dân. Trong giai đoạn tình hình kinh tế có nhiều biến động 2007-2008, có nhiều ý kiến khác nhau về

⁵2 ngân hàng thương mại cổ phần đô thị đã niêm yết trên thị trường chứng khoán gồm Sacombank (HOSE) và ACB (HaSTC).

hiệu quả các chính sách được Ngân hàng Nhà nước áp dụng.

Tuy nhiên, chuyển đổi phương thức điều hành bằng chỉ đạo hành chính sang sử dụng các công cụ lãi suất, tỷ giá, hay nghiệp vụ thị trường mở là bước tiến rõ ràng, cần được ghi nhận. Trong trường hợp cần thiết có sự can thiệp vào thị trường, nhà quản lý tiền tệ thay thế các mệnh lệnh cưỡng bức bằng việc phát đi những tín hiệu cần thiết để các tác nhân tham gia giao dịch tự điều chỉnh hợp lý.

8.1.3 Tiền được tạo ra từ đâu?

Một trong những chức năng quan trọng nhất, phân biệt ngân hàng trung ương với các ngân hàng thương mại là quyền phát hành tiền. Câu hỏi đặt ra là, *tiền được tạo ra từ đâu*. Tiền được tạo ra “không từ gì cả”. Đó là câu trả lời đồng thuận của các học giả Davies (2002: [25]), Hitchcock (2007: [47]), Brown (2008: [30]), Griffin (1994: [45]), Rothbard (1983: [91]), Jones (1994: [56]), Grem (1971: [44]), Armstrong (1940: [3])... và nhiều người khác. Quyền lực được phát hành tiền giấy và lưu thông như đồng tiền chung của quốc gia có ý nghĩa sống còn với một ngân hàng trung ương.

Ngân hàng trung ương tạo ra tiền với cơ chế như sau: Trước tiên, ngân hàng cần có một khoản *tiền thật* phổ biến là bằng vàng. Ở đây, giả sử ban đầu là 1.000 đồng vàng. Với quyền được chính phủ giao, ngân hàng sẽ phát hành 1.000 đồng tiền giấy (bảng 8.1). Khi nhận được yêu cầu khoản vay 1.000 đồng của chính phủ, ngân hàng sẽ chuyển 1.000 đồng tiền giấy vào ngân khố quốc gia và giữ lại 1.000 đồng vàng để đảm bảo thanh toán khi có người mang tiền giấy tới ngân hàng và yêu cầu được đổi ra vàng. Khi thực hiện nguyên tắc này, ngân hàng và nền kinh tế tuân theo chế độ bản vị vàng.

Điều quan trọng là quá trình tạo ra tiền mới không dừng lại khoản cho vay đầu tiên với chính phủ. Để nhận được 1.000 đồng từ ngân hàng, chính phủ phải phát hành một giấy nhận nợ (IOU), phổ biến là dưới dạng trái phiếu chính phủ. Đối với ngân hàng, đó là tài sản được đảm bảo bằng năng lực thu thuế từ dân chúng của chính phủ trong tương lai. Với tài sản này, ngân hàng phát hành thêm 1.000 đồng *tiền giấy mới*. Tại thời điểm phát hành, số tiền giấy mới này không được đảm

Bảng 8.1: Ngân hàng trung ương tạo ra tiền

Tài sản		Vốn và Nợ	
Vàng	1.000	Tiền giấy	1.000
Chính phủ vay tiền của ngân hàng			
Vàng	1.000	Nghĩa vụ đối tiền	1.000
Chính phủ nợ	1.000	Tiền giấy phát hành thêm	1.000
	2.000		2.000
Chính phủ vay lần 2			
Vàng	1.000	Nghĩa vụ đối tiền	1.000
Chính phủ nợ	1.000	Tiền giấy đã phát hành thêm	1.000
Chính phủ vay thêm	1.000	Tiền giấy phát hành thêm	1.000
	3.000		3.000

bảo bằng bất cứ gì. Đây chính là bản chất vấn đề mà các học giả gọi là *việc tạo ra tiền không từ gì cả*.

Khi chính phủ cần thêm một khoản vay 1.000 đồng nữa, ngân hàng lại chuyển số tiền giấy mới phát hành vào ngân khố và bổ sung vào tài sản của mình một giấy nhận nợ từ Chính phủ. Tiền tiếp tục lại được tạo ra (xem bảng 8.1).

Chính phủ càng vay nợ nhiều lần, ngân hàng trung ương càng có thêm điều kiện “tạo” thêm tiền.

Nếu trong lần vay đầu tiên, chính phủ yêu cầu được nhận 1.000 đồng vàng thì ngay từ 1.000 đồng tiền giấy đầu tiên, tiền đã được phát hành dựa trên giấy nhận nợ của chính phủ đảm bảo bằng doanh thu từ thuế trong tương lai. Nói cách khác, tiền cũng vẫn được tạo ra “không từ gì cả”.

Ở một góc nhìn khách quan hơn, để tạo ra tiền, ngân hàng trung ương cần hai điều kiện. *Thứ nhất*, được chính phủ giao quyền phát hành tiền và lưu thông một đồng tiền chung trong toàn bộ nền kinh tế quốc gia. *Thứ hai*, đồng tiền do ngân hàng trung ương phát hành phải được người dân chấp nhận. Nghĩa là, người dân phải có niềm tin vào

ngân hàng trung ương và chính phủ. Điều kiện đầu là bắt buộc. Điều kiện sau không phải lúc nào cũng xảy ra.

Lịch sử tiền tệ Việt Nam có ghi lại việc người dân không chấp nhận sử dụng tiền giấy do nhà Hồ lần đầu tiên phát hành vào năm 1396.⁶ Ngược lại, những tờ giấy bạc “Cụ Hồ” được phát hành bằng cách đóng dấu của chính quyền địa phương lên trên tờ bạc Đông Dương lại được nhân dân tin tưởng và ủng hộ ngay từ những ngày đầu khai sinh nước Việt Nam Dân chủ Cộng hòa.

Tính độc lập của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam trong quản lý và điều hành chính sách tiền tệ lâu nay vẫn là đề tài được nhiều nhà nghiên cứu và phân tích kinh tế quan tâm, tranh cãi. Đa phần ý kiến được công chúng đồng tình cho rằng, vị thế độc lập hơn với các chức năng quản lý nhà nước và nơi lòng kiểm soát của Chính phủ với vận hành của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam sẽ mang lại hiệu quả tích cực. Khi đã hiểu rõ bản chất của hệ thống ngân hàng trung ương quốc tế, đặc biệt là các ngân hàng trung ương tư hữu, mới thấy rằng vấn đề này cần được cân nhắc thấu đáo hơn. Hệ thống ngân hàng khỏe mạnh là động lực quan trọng để phát triển kinh tế - xã hội, cải thiện dân sinh. Tuy vậy, một hệ thống ngân hàng không chịu sự kiểm soát của nhân dân có thể trở thành thế lực đáng sợ đối với sự ổn định và phồn thịnh của quốc gia hơn bất kỳ kẻ thù nào.

Phát hành tiền ở Việt Nam

Căn cứ tính toán, lập kế hoạch và phát hành bổ sung cung tiền rất quan trọng. Tại Việt Nam, chúng tôi đã tìm kiếm cơ sở pháp lý và kết quả triển khai phát hành tiền tại Bộ Tài chính, Ngân hàng Nhà nước và Kho bạc Nhà nước. Một số thông tin được ghi nhận nhưng chưa thấy các nội dung hướng dẫn chi tiết.

Điều 4, Chương II, Nghị định số 87/1998/NĐ-CP ban hành ngày 31 tháng 10 năm 1998, ghi: “Ngân hàng Nhà nước căn cứ kế hoạch cung ứng tiền tăng thêm hàng năm được Chính phủ phê duyệt; nhu cầu thanh toán bằng tiền mặt của nền kinh tế; nhu cầu thay thế tiền không đủ tiêu chuẩn lưu thông; tiền đình chỉ lưu hành để xác định số lượng và cơ cấu các loại tiền mặt cần phát hành vào lưu thông theo các yêu cầu trên”.

Luật Ngân hàng Nhà nước, trong phần quy định về phát hành tiền

⁶Xem thêm về tiền giấy ở Việt Nam trang 42

cũng quy định Ngân hàng Nhà nước là cơ quan duy nhất phát hành tiền của nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam, bao gồm tiền giấy và tiền kim loại. Ngân hàng Nhà nước bảo đảm cung ứng đủ số lượng và cơ cấu tiền giấy, tiền kim loại cho nền kinh tế.⁷

8.1.4 Bảng tổng kết tài sản của ngân hàng trung ương

Cũng giống như bảng cân đối tài sản doanh nghiệp bất kỳ, bảng tổng kết tài sản của ngân hàng trung ương được chia thành hai phần **Tài sản** và **Nguồn vốn**. Số khoản mục được thể hiện trên bảng tổng kết không nhiều nhưng đây là những nhân tố có tác động quan trọng nhất tới cung tiền trong nền kinh tế.

Tài sản

Tài sản của ngân hàng trung ương, theo phân loại của Mishkin (2004: [68]), gồm các loại sau:

Chứng khoán. Ngân hàng trung ương giữ một lượng lớn tài sản ở dạng chứng khoán, nhiều nhất là các loại trái phiếu chính phủ. Lượng tài sản này được điều tiết thông qua các hoạt động thị trường mở.

Vay chiết khấu. Đây là các khoản vay nợ ngân hàng trung ương dành cho ngân hàng thương mại với mức lãi suất thấp hơn lãi suất ngân hàng thương mại áp dụng với khách hàng của họ. Mức lãi suất này gọi là lãi suất chiết khấu.

Hai loại tài sản này là quan trọng nhất trong bảng tổng kết tài sản của ngân hàng trung ương vì chúng tạo ra tiền lãi. Ở đây có điểm khác biệt lớn với ngân hàng thương mại, ngân hàng trung ương không phải trả lãi cho các nguồn vốn của mình.

Vàng và SDR. IMF phát hành các SDR - *Quyền rút vốn đặc biệt* (Special Drawing Rights) cho ngân hàng trung ương để thanh toán

⁷Điều 23, Mục 2, Chương III, Luật Ngân hàng Nhà nước, được Quốc hội thông qua ngày 12/12/1997.

các khoản nợ quốc tế và thay thế cho vàng trong các giao dịch tài chính toàn cầu.

Tiền đúc là phần tài sản nhỏ nhất của ngân hàng trung ương. Trên một số bảng tổng kết tài sản, không có khoản mục này.

Tiền giấy đang thu hồi. Sau khi bù trừ các giao dịch, ngân hàng trung ương gửi lệnh yêu cầu trả tiền tới ngân hàng có nghĩa vụ thanh toán. Trước khi nhận được tiền từ các ngân hàng này chuyển tới, các lệnh yêu cầu trả tiền được ghi nhận trong khoản mục tiền đang thu hồi.

Các tài sản khác của ngân hàng trung ương bao gồm tiền gửi ngoại tệ, trái phiếu nước ngoài và các tài sản vật chất của ngân hàng trung ương như nhà cửa, máy móc...

Nguồn vốn

Cũng như nguyên tắc kế toán của một doanh nghiệp thông thường, tổng tài sản của ngân hàng trung ương cân bằng với tổng nguồn vốn. Trong phần **Nguồn vốn** trên bảng cân đối kế toán của ngân hàng trung ương có các khoản mục:

Tiền giấy trong lưu thông. Tiền giấy đang được sử dụng trong nền kinh tế là những khoản nợ của ngân hàng trung ương. Tiền giấy trong tiếng Anh còn được gọi là “bank note”, có nghĩa: mảnh giấy trên đó ngân hàng ghi nhận nghĩa vụ thanh toán của mình. Nói cách khác, tiền giấy là giấy ghi nhận nợ ngân hàng trung ương trao cho người gửi tiền. Điểm khác biệt là, khi chuyển giấy ghi nhận nợ do ngân hàng trung ương phát hành tới ngân hàng trung ương, việc thanh toán sẽ được thực hiện bằng những giấy ghi nhận nợ khác. Mishkin tự hỏi rằng, nếu chuyển tờ 100 USD tới ngân hàng trung ương để yêu cầu thanh toán thì sẽ nhận được gì? Câu trả lời là, rất nhiều các tờ 5 USD, 10 USD và 20 USD.

Dự trữ. Mỗi ngân hàng trong nền kinh tế đều phải mở một tài khoản tại ngân hàng trung ương và chuyển vào đó một lượng

tiền tỷ lệ với mỗi khoản tiền gửi tại ngân hàng. Tỷ lệ dự trữ do ngân hàng trung ương quy định được gọi là *tỷ lệ dự trữ bắt buộc*. (required reserves). Đây là công cụ rất quan trọng để ngân hàng trung ương điều khiển lượng cung tiền với nền kinh tế. Ngoài ra, dự trữ của ngân hàng trung ương còn bao gồm lượng tiền đã phát hành nhưng chưa đưa vào lưu thông. Mặc dù dự trữ là một khoản nợ của ngân hàng trung ương nhưng nó không làm phát sinh bất kỳ khoản lãi phải trả nào.

Các khoản ký gửi. Ngân hàng trung ương nhận ký gửi các tài sản tài chính như trái phiếu chính phủ, trái phiếu chính phủ nước ngoài, ngoại tệ, kim loại quý, và tài sản tài chính khác từ các tổ chức tài chính và ngân hàng.

Tiền giấy chờ thanh toán. Ngược với khoản *Tiền giấy phải thu hồi*, trong quá trình bù trừ ngân hàng trung ương cũng nhận được những lệnh yêu cầu thanh toán. Dù rất khẩn trương thì vẫn cần một khoảng thời gian để thu xếp, trong lúc này, số tiền phải thanh toán được ghi vào khoản mục *chờ thanh toán*.

Các nghĩa vụ nợ và tài khoản vốn khác của ngân hàng trung ương.

Bảng cân đối tài sản của ngân hàng trung ương là nơi phản ánh phần của cải quan trọng của một quốc gia: các tài sản tài chính.

Bảng cân đối kế toán của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Bảng 8.2 do IMF công bố, trình bày tổng kết tài sản ngân hàng trung ương của Việt Nam dựa trên các số liệu do Ngân hàng Nhà nước cung cấp từ năm 2003 đến 2007. Bảng được trình bày với cấu trúc và tên gọi một số khoản mục khác với cấu trúc đã được Mishkin trình bày nhưng các nguyên lý xác định tài sản và nguồn vốn cũng như cân bằng giữa tổng tài sản và tổng nguồn vốn tương đương nhau.

Tiền cơ sở

Hai khoản mục đầu tiên trong nguồn vốn của ngân hàng trung ương: tiền giấy trong lưu thông và dự trữ được gọi là *nguồn tiền của ngân hàng trung ương*. Khi cộng thêm vào đó *nguồn tiền của chính phủ*, chủ yếu là tiền đúc bằng vàng (nếu có) sẽ được một đại lượng gọi là *tiền cơ sở*. Đại lượng này là phần quan trọng trong cung tiền của nền kinh tế bởi mỗi

thay đổi của tiền cơ sở sẽ được khuếch đại nhiều lần trong tổng mức cung tiền tệ với nền kinh tế. Do vậy, tiền cơ sở còn được gọi là *tiền có gia quyền lớn*.

Phép cộng gộp *nguồn tiền của ngân hàng trung ương và nguồn tiền của chính phủ* sẽ cho tổng lượng *tiền giấy trong lưu thông*, ký hiệu là C . Tiền cơ sở được tính bằng tiền giấy trong lưu thông cộng với dự trữ R , thể hiện ở phương trình:

$$\begin{aligned} MB &= \text{Tiền giấy trong lưu thông} + \text{Nguồn tiền của chính phủ} \\ &\quad - \text{Tiền đúc} + \text{Dự trữ} \\ &= C + R \end{aligned}$$

Trong phương trình tiền cơ sở, Mishkin xác định tiền cơ sở không bao gồm lượng tiền đúc của chính phủ là do đặc trưng riêng của hệ thống tài chính các quốc gia như Hoa Kỳ và Anh. Chính phủ giữ quyền phát hành tiền đúc bằng kim loại quý. Khi đó, giá trị của tiền chính bằng giá trị vàng hay bạc được sử dụng để đúc ra đồng tiền. Khái niệm tiền cơ sở đang xem xét là đối với ngân hàng trung ương. Do đó tiền cơ sở chỉ gồm tiền giấy do ngân hàng trung ương phát hành và đã đưa vào lưu thông, cộng với các loại giấy nhận nợ của chính phủ - là cơ sở để ngân hàng trung ương phát hành thêm tiền giấy mới.

Các đại lượng ở vế phải cho biết tiền cơ sở được sử dụng như thế nào. Tuy nhiên, phương trình tiền cơ sở không giải thích tiền được hình thành từ đâu. Chúng ta đã biết câu trả lời ở trang 181. May mắn là trên bảng cân đối, tổng tài sản bằng tổng nguồn vốn. Do vậy, chúng ta có:

Tiền giấy trong lưu thông + Dự trữ = Chứng khoán + Vay chiết khấu + Vàng và SDR + Tiền đúc + Tiền giấy đang thu hồi + Các tài sản khác của ngân hàng trung ương + Các khoản ký gửi - Tiền giấy chờ thanh toán - Các nghĩa vụ nợ và tài khoản vốn khác của ngân hàng trung ương.

Bảng 8.2: Bảng cân đối kế toán của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

	2003	2004	2005	2006	2007	
					T3	T6
Tài sản nước ngoài ròng	91	105,7	140,4	211,9	290,7	332,7
Tài sản nước ngoài	99,5	113,4	146,7	218,2	297	338,6
Nguồn vốn nước ngoài	-8,4	-7,7	-6,2	-6,3	-6,3	-6
Tài sản nội địa ròng	30,6	35,5	34,1	18,8	-48,3	-64,3
Tín dụng nội địa (ròng)	24,2	25,7	18,9	1,1	-19,2	-14,6
* Nghĩa vụ thanh toán ròng của Chính phủ	10,6	11,3	7,9	-6,9	-27,3	-25
* Nghĩa vụ thanh toán của ngân hàng	13,6	14,4	11,0	8,0	8,1	10,4
Các khoản mục khác (ròng)	6,4	9,8	15,2	17,8	-29,1	-49,7
Cộng tài sản	121,6	141,2	174,5	230,7	242,4	268,4
Tiền & Dự trữ	121,6	141,2	174,6	230,8	242,4	268,4
Tiền trong lưu thông	94,9	114,1	137,4	167,4	185,3	182,4
Tiền gửi ngân hàng	26,8	27	37,1	63,4	57,1	86

Nguồn: IMF và Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. Đơn vị: 1.000 tỷ đồng

Như vậy, có thể diễn đạt rằng, $MB = \text{Chứng khoán} + \text{Vay chiết khấu} + \text{Vàng và SDR} + \text{Tiền đúc} + \text{Tiền giấy đang thu hồi} + \text{Các tài sản khác của ngân hàng trung ương} + \text{Các khoản ký gửi} - \text{Tiền giấy chờ thanh toán} - \text{Các nghĩa vụ nợ và tài khoản vốn khác của ngân hàng trung ương}$.

Khi giá trị của các khoản mục đứng sau dấu cộng (+) ở vế phải tăng lên, tiền cơ sở tăng lên; và khi giá trị các khoản mục đứng sau dấu trừ (–) ở vế phải tăng lên, tiền cơ sở giảm xuống. Khi xét thêm sự tham gia của các ngân hàng thương mại trong hệ thống tiền tệ quốc gia, chúng ta sẽ thấy được quan hệ liên kết giữa tiền cơ sở và tổng mức cung tiền trong nền kinh tế.

8.2 Hệ thống ngân hàng hai cấp ở Việt Nam

Thị trường tài chính Việt Nam có nhiều thay đổi mạnh mẽ kể từ sau chương trình cải cách kinh tế toàn diện. Trên thực tế, thay đổi của khu vực tài chính diễn ra có độ trễ về thời gian, chậm hơn gần 4 năm so với khu vực sản xuất và dịch vụ liên quan tới sản xuất. Theo các nghiên cứu của Ngân hàng Thế giới (World Bank, 1995: [6]), Shimomoto (1999: [98], Oh (1999: [77]), và Riedel (1997: [88]), khu vực tài chính của Việt Nam là một trong những khu vực có tốc độ đổi mới chậm nhất và còn ẩn chứa nhiều vấn đề tiềm tàng. Mặc dù vậy, khu vực tài chính của Việt Nam đã phát triển hơn đáng kể so với chính nó trong thời kỳ kế hoạch hóa tập trung trước đó.

Thị trường tài chính hầu như không tồn tại trước năm 1986. Ba tổ chức tài chính duy nhất đã hoạt động từ trước năm 1986 gồm: Ngân hàng Quốc gia Việt Nam, Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BIDV) và Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam (VCB). Với đặc trưng hệ thống ngân hàng được bao cấp cao độ và vận hành theo cơ chế quản lý kế hoạch hóa tập trung, Ngân hàng Quốc gia có vai trò cực kỳ trọng yếu trong hệ thống tài chính trong thời kỳ trước Đổi Mới. Những chuyển đổi của hệ thống ngân hàng được xem như một đột phá quan trọng của quá trình chuyển sang kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa.

Ngân hàng Quốc gia Việt Nam, tiền thân của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, thành lập ngày 6/5/1951. Trong tổng kết của WB (đd, [6]), những đặc điểm và vai trò quan trọng của Ngân hàng Quốc gia Việt

Nam là: (a) thực hiện chức năng như một ngân hàng trung ương, với phạm vi hoạt động giới hạn; và (b) cung cấp vốn cho nhu cầu của nền kinh tế kế hoạch hóa tập trung bao cấp trong thời gian chiến tranh, bằng việc thực hiện các mệnh lệnh và quyết định của Chính phủ. Nguồn lực của nước Việt Nam Dân chủ Cộng hòa mới ra đời, lúc bấy giờ, còn rất hạn chế, chính vì vậy, Ngân hàng này chỉ phân bổ các nguồn tài chính khan hiếm tới các khu vực được lựa chọn, với ưu tiên dành cho nhiệm vụ quốc phòng.

Tập trung chính của Ngân hàng Quốc gia Việt Nam trong các hoạt động tín dụng là nhằm cung cấp những “khoản vay mềm” cho các đơn vị kinh tế nhà nước, phục vụ tiêu dùng và chi phí trực tiếp của Chính phủ trong thời kỳ chiến tranh ở miền Bắc cho tới khi đánh bại thực dân Pháp ở Điện Biên Phủ. *Khoản vay mềm* là những nghĩa vụ trả nợ có lãi suất thấp hoặc không lãi suất. Những khoản vay này rất phổ biến và được chấp nhận rộng rãi ở Việt Nam trong thời kỳ trước Đổi Mới. Dạng công cụ tài chính này gần giống như những khoản trợ cấp, và có sự khác biệt rất lớn so với bản chất thương mại tự nhiên của các công cụ nợ.

Trong hệ thống tài chính - ngân hàng, Ngân hàng Quốc gia đóng vai trò kép: thực hiện đồng thời chức năng của ngân hàng trung ương và ngân hàng thương mại. Vai trò này còn tiếp diễn đến tận khi có những thay đổi về luật pháp và hành chính vào cuối những 1980. Trước thời điểm đó, gần như không có thị trường tài chính chính thức nào tồn tại. Chỉ có một thị trường được gọi là “chợ đen”, có bản chất là một quy trình tín dụng diễn ra giữa các cá nhân và với quy mô rất nhỏ, không có sự quản lý của Nhà nước. Bản thân từ *chợ đen* cũng cho thấy loại hình giao dịch này từng được xem là bất hợp pháp trong khoảng thời gian trước Đổi Mới.

Sau khi giành lại được độc lập năm 1954, tại miền Bắc Việt Nam, lúc bấy giờ vận hành theo mô hình kinh tế điều hành tập trung kiểu Xôviết, Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam được thành lập năm 1958. Tiếp sau đó, Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam được ra đời năm 1963. Những ngân hàng này thuộc sở hữu nhà nước hoàn toàn và hoạt động phục vụ nhu cầu tái thiết nền kinh tế trong thời kỳ hòa bình. Thường được nhắc đến với cái tên “ngân hàng chính sách”, nhóm ngân hàng này

được tạo ra để hoàn thành các mục tiêu kinh tế của Chính phủ trong mỗi giai đoạn, như lập kế hoạch và giám sát các nguồn quỹ, sao cho phù hợp với kế hoạch đã được xác định trước, cung cấp cho việc phát triển các ngành công nghiệp nặng theo mô hình Xôviết, cung cấp cho dự án trọng điểm phát triển, các khu vực thành thị có vị trí địa lý chiến lược ở miền Bắc, hoặc đáp ứng nhu cầu xuất nhập khẩu của quốc gia.

Nhìn chung, đây không phải là các ngân hàng thương mại. Đặc điểm nổi bật của thời kỳ này trong lịch sử nền tài chính Việt Nam đó là quy trình tập trung hóa cao độ. Tại đó, mọi quyết định kinh doanh của tổ chức tài chính đều được lập kế hoạch từ trước. Vì thế, các ngân hàng, như Ngân hàng Quốc gia Việt Nam hay các ngân hàng chính sách, hoạt động như các cơ quan thuộc Chính phủ và bám sát những kế hoạch tín dụng đã được đặt ra từ trước bởi Chính phủ.

8.2.1 Hệ thống ngân hàng thương mại ở Việt Nam

Hoạt động kinh doanh ngân hàng có lịch sử hình thành từ gần 4.000 năm trước vào thế kỷ XVIII trước Công nguyên. Các khái niệm ngân hàng hiện đại ra đời và phát triển mạnh mẽ trong 700 năm qua kể từ thế kỷ XII với những nhà kinh doanh tiền tệ phục vụ các vương triều và hoàng tộc châu Âu. Như vậy để thấy, với 57 năm xây dựng và phát triển kể từ ngày Ngân hàng Quốc gia Việt Nam được thành lập, ngành ngân hàng Việt Nam còn quá nhiều việc phải làm ở phía trước.

Trong lịch sử ngân hàng thế giới, các *ngân hàng thương mại*, hiểu theo cách được chấp nhận chung nhất, tức là không phải ngân hàng trung ương, ra đời trước tiên, đáp ứng nhu cầu tín dụng nhóm nhỏ các nhà buôn giàu có, các vị hoàng đế và triều đình. Giữa thế kỷ XVI, khái niệm ngân hàng quốc gia mới xuất hiện ở châu Âu. Và chỉ sau khi tiền giấy được sử dụng phổ biến ở cuối thế kỷ XVII, đầu thế kỷ XVIII, các nhà ngân hàng mới quan tâm tới những sản phẩm và dịch vụ dành cho tầng lớp trung lưu và người lao động.

Tiếp cận trên diện rộng với các dịch vụ ngân hàng dành cho đại chúng cùng với cấu trúc hai cấp, trong đó, ngân hàng trung ương giữ vai trò quản lý nhà nước, dễ dẫn tới cảm nhận không chuẩn xác rằng hệ thống ngân hàng được hình thành tuần tự với ngân hàng nhà nước

có trước các ngân hàng thương mại. Đa phần các sản phẩm và dịch vụ ngân hàng tại Việt Nam thuộc thể hệ các sản phẩm ngân hàng mới phát triển, phục vụ đông đảo dân cư. Các dịch vụ ngân hàng lâu đời và mang tính cốt lõi như tài trợ thương mại - bản chất là xây dựng và duy trì quan hệ gắn bó với giới thương nhân, quản lý tài sản cá nhân, cho vay hợp vốn, tài trợ dự án, ngân hàng đầu tư... mới manh nha xuất hiện từ những năm đầu thế kỷ XXI.

Những ngân hàng thương mại đầu tiên ở Việt Nam

Theo tra cứu của Đặng Phong,⁸ ngân hàng thương mại đầu tiên ở Việt Nam là *Việt Nam Công thương Ngân hàng* được thành lập vào tháng 10/1945. *Việt Nam Công thương Ngân hàng* đặt trụ sở tại 50 Tràng Tiền - Hà Nội, có số vốn 10 triệu đồng Đông Dương với 50.000 cổ phần, thời hạn hoạt động 30 năm, mục đích là làm “*tất cả những công việc thuộc phạm vi một ngân hàng trong nước Việt Nam và ở ngoại quốc như vay tiền, nhận gửi tiền, cầm cố, đổi chác hàng hóa, động sản và bất động sản, giao dịch tiền tệ, mua bán các thương mại tín phiếu, cổ phần, quốc trái, trái phiếu...*”

Ông Nguyễn Văn Vĩ, còn gọi là Michel Vĩ (1895-1976), làm Tổng Giám đốc đầu tiên của ngân hàng này. Ông Vĩ có quốc tịch Pháp, tốt nghiệp Trường cao học Thương nghiệp Paris (Haute Etudes Commerciales). Ông từng giữ chức Phó Tổng Giám đốc Pháp Hoa Ngân hàng (Banque Franco-Chinoise). Việt Nam Công thương Ngân hàng đã huy động được hơn một nửa số vốn, khoảng 5 triệu đồng Đông Dương của 249 cổ đông và để tại Ngân khố Trung ương.

Cùng thời gian này còn có *Ngân hàng Nam Á* (South Asia Banking Corporation Limited) do Vũ Quý Vỹ quản lý, trụ sở ở 72 Lý Thường Kiệt - Hà Nội, huy động vốn tới 5 triệu đồng Đông Dương với 5.000 cổ phần, thời hạn hoạt động 30 năm, làm “*tất cả các công việc của một ngân hàng, tham gia vào các ngành thương mại, kỹ nghệ, khoáng chất*”.

Hệ thống tài chính Việt Nam phát triển dựa trên sáu trụ cột: (1) Khu vực ngân hàng - đây là bộ phận lớn nhất và bao trùm; (2) Những tổ chức tài chính phi ngân hàng, bao gồm: công ty tài chính không nhận tiền gửi và công ty cho thuê tài chính; (3) Các quỹ tín dụng nhân dân - là những tổ chức nhận tiền gửi, nhưng không thuộc nhóm ngân hàng; (4)

⁸sdd, tr. 160, [70]

Công ty chứng khoán, bao gồm cả các công ty môi giới; (5) Các quỹ đầu tư; và (6) Ngân hàng chính sách, quỹ phát triển và các tổ chức còn lại.

Xét theo khía cạnh thị trường có tổ chức, những thị trường hoạt động thường xuyên là: (a) thị trường tín dụng ngân hàng; (b) thị trường tiền tệ liên ngân hàng; (c) thị trường vốn; và (d) thị trường trái phiếu. Trong đó, hệ thống ngân hàng là thành phần quan trọng nhất, và cũng là hệ thống lâu bền nhất trong nền kinh tế quốc gia.

Sau khủng hoảng tài chính tiền tệ năm 1997, WB và ADB đã có những nghiên cứu quan trọng về thị trường tài chính Việt Nam. Kết luận chung là hệ thống ngân hàng Việt Nam đang phải đối diện với nhiều vấn đề mang tính cấu trúc.

Trong phân tích của ADB,⁹ đặc trưng đáng kể nhất của hệ thống ngân hàng là việc khu vực tài chính tập trung xung quanh hệ thống ngân hàng. Theo đó, trong khi tổng tài sản của hệ thống tài chính của Việt Nam vào khoảng 157,46 nghìn tỷ đồng (11,25 tỷ USD), thì các ngân hàng đã nắm giữ xấp xỉ 80% (125,25 nghìn tỷ đồng, hay 8,98 tỷ USD) vào tháng 12/1999. Cũng không ngạc nhiên, khi tổng tài sản tài chính của hệ thống ngân hàng ở mức 72,3 nghìn tỷ đồng (5,2 tỷ USD), chiếm 80% tổng các dòng chảy tài chính quốc gia ở tất cả các khu vực kinh tế. Các kết luận của WB (1995) và Shimomoto (1999) thống nhất rằng ngân hàng ở Việt Nam có độ lớn vượt trội hơn hẳn các tổ chức tài chính khác, xét trên cả khía cạnh tài sản, khả năng huy động vốn, và quy mô tài trợ.

Bảng 8.3: Số lượng ngân hàng theo hình thức sở hữu

	'91	'93	'95	'97	'99	'01	'03	9/'08
NHTM nhà nước	4	4	4	5	6	6	6	6
NHTM cổ phần	4	41	48	51	48	39	36	37
Ngân hàng liên doanh	1	3	4	4	4	4	4	6
NHTM nước ngoài	0	8	18	24	26	27	27	28

Nguồn: Tổng hợp các báo VET, VIR, Banking Review

Đã nhiều năm kể từ thời điểm bắt đầu thống kê số lượng ngân hàng theo hình thức sở hữu như trong bảng 8.3, nhưng nhiều câu hỏi quan

⁹đd, 1999: [98]

trọng đã đặt ra vẫn chưa được trả lời thực sự thấu đáo. Có sự thay đổi quan trọng nào đã diễn ra trong cấu trúc tài chính của đất nước không? Có sự thay đổi quan trọng nào trong vai trò chủ đạo hệ thống tín dụng ngân hàng của các ngân hàng thương mại nhà nước hay không? Hoạt động của những người vay nợ đã cải thiện trong mắt các ngân hàng hay chưa?

Để giải quyết 2 câu hỏi đầu tiên, bảng 8.4 được tổng kết dựa trên các số liệu chính thức về yêu cầu vốn, tổng tài sản, các ước tính về vốn cổ phần. Bảng có 3 mốc thời gian là năm 1993, năm 2001 và quý I/2004. Dữ liệu trong bảng này cùng với bảng 8.7 sẽ cho thấy một bức tranh tương đối toàn cảnh về khu vực ngân hàng của Việt Nam theo thời gian, xét trên khía cạnh hoạt động cho thuê và khả năng đáp ứng các nhu cầu về vốn.

Bảng 8.4: Cấu trúc ngân hàng qua các mốc thời gian

1993				
	SOCB	JSCB	FOCB/JVB	NBFI
An toàn vốn tối thiểu	6,00%	14,00%	25,00%	13,50%
Tổng tài sản	85%	8	6,00%	0,50%
Vốn cổ phần	510	8,7	64,00%	13,5
Số ngân hàng	4	32	11	2
2001				
	SOCB	JSCB	FOCB/JVB	NBFI
An toàn vốn tối thiểu	4,50%	9,00%	16,00%	12,00%
Tổng tài sản	78,00%	11,00%	8,00%	3,00%
Vốn cổ phần	1.341	83,9	165,8	103
Số ngân hàng	6	39	31	10
2004				
	SOCB	JSCB	FOCB/JVB	NBFI
An toàn vốn tối thiểu	3,80%	8,00%	16,00%	10,00%
Tổng tài sản	75,00%	14,00%	8,00%	3,00%
Vốn cổ phần	2.063	109,8	177	107
Số ngân hàng	6	36	31	12

An toàn vốn tối thiểu: Vốn/Tài sản; Tổng tài sản: % tổng tài sản hoạt động tạo ra lợi nhuận và tổng tài sản thị trường; Vốn cổ phần: Vốn cổ phần trung bình của khu vực; tỷ đồng. Tổ chức: số tổ chức hoạt động trong cấu trúc tài chính.

Bảng 8.4 cho thấy tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu của khu vực ngân hàng đã giảm đi theo thời gian. Tuy nhiên ngân hàng thương mại cổ phần (JSCB), ngân hàng thương mại nước ngoài (FOCB)/ngân hàng liên doanh (JVB), và các tổ chức tài chính phi ngân hàng (NBFI) có tỷ lệ an toàn vốn tốt hơn khu vực ngân hàng thương mại nhà nước (SOCB).

Tài sản của ngân hàng đã mở rộng nhanh chóng từ năm 1993. Giá trị tài sản đang lưu hành vượt trên 330.000 tỷ đồng (21 tỷ USD). Mức độ này không phải là lớn theo tiêu chuẩn quốc tế, nhưng đối với Việt Nam đó là một con số rất có ý nghĩa, nếu so sánh với GDP thực tế của đất nước vào năm 2003 chỉ khoảng 31 tỷ USD (383 USD/người). Điều này khẳng định thị trường tín dụng đã tăng trưởng nhanh chóng trong hơn hai thập kỷ. Năm 1993, các ngân hàng chỉ có lượng tài sản xấp xỉ 3,39 tỷ USD.

Nhóm ngân hàng thương mại nhà nước có tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu thấp nhất do hoạt động vay nợ tăng nhanh hơn tốc độ tăng của vốn cổ phần. Số lượng các ngân hàng giảm sau các vụ sáp nhập của các ngân hàng thương mại cổ phần cuối những năm 1990. Thêm 2 ngân hàng thuộc sở hữu nhà nước nữa ra đời là *Ngân hàng Phát triển nhà Đồng bằng sông Cửu Long (MHB)* và *Ngân hàng Chính sách xã hội Việt Nam*.

Một số ngân hàng nước ngoài phải đóng cửa do hoạt động không hiệu quả hoặc do quy mô của thị trường quá nhỏ, cụ thể có ING và Bank of America.

Theo thời gian, khối ngân hàng thương mại cổ phần có nhiều nỗ lực nhằm tái cấu trúc và xây dựng vị trí trong hệ thống ngân hàng. Việc chỉ còn 37 ngân hàng thương mại cổ phần là một bằng chứng rõ ràng về quá trình tái cấu trúc. Trong số các ngân hàng thương mại cổ phần, tồn tại sự phân loại tự nhiên dựa trên hoạt động và độ lớn.

Các ngân hàng thương mại cổ phần đứng ở nhóm đầu, có kết quả kinh doanh và tăng trưởng tốt bao gồm: Ngân hàng Á Châu (ACB), Ngân hàng Sài Gòn Thương tín (Sacombank - STB), Ngân hàng Đông Á (EAB), Ngân hàng Phương Nam, Ngân hàng Xuất nhập khẩu Việt Nam (EIB), Ngân hàng Kỹ thương (TCB). Do thực tế là những công ty nắm giữ cổ phần, nên các ngân hàng này có khả năng huy động thêm vốn từ dân cư. Cuộc chạy đua bắt đầu từ năm 2003, xem bảng 8.5.

Trên thực tế, kế hoạch tăng vốn của những ngân hàng thương mại cổ

Bảng 8.5: Ngân hàng thương mại cổ phần tăng vốn

Ngân hàng					
Năm	ACB	EAB	STB	EIB	TCB
1991	x	x	3	x	x
1992	x	20	-	50	x
1993	20	-	10	4 lần	20
1994	70	30	20	VĐL	52
1995	-	50	24		-
1996	341	75	47		70
1997	-	85	71		-
1999	-	-	-		80
2000	-	97	100		-
			138		
2001	-	120	178		102
			190		
2002	-	-	191		104
			222		
2003	424	253	300		108
			358		
			462		
			505		
2004	481	257	740	500	234
					252
					412
2005	600	500	1.125	700	453
	656		1.250		498
	948		-		555
2006	1.100	600	1.899	815	1.500
		725	2.089	1.207	
		880	-	2.800	
2007	2.530	1.600	2.340	3.733	2.524
	2.630		4.449		
Tới T9/2008	4.449	1.840	5.116	4.249	3.165
KH năm 2008	5.805	3.400	6.300	7.400	

Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam; Báo cáo và kế hoạch của ngân hàng.
(x): chưa ra đời; (-) không tăng vốn
Đơn vị: tỷ đồng

phần hoạt động tốt đã được nâng đỡ bởi kết quả kinh doanh hứa hẹn. Công chúng đầu tư cũng đặt rất nhiều kỳ vọng vào tiềm năng lợi suất của ngành kinh doanh tín dụng cũng như khả năng tăng giá mạnh mẽ trong thời gian ngắn của cổ phiếu ngân hàng.

Chính tâm lý này tạo nên áp lực làm “nóng” cổ phiếu ngân hàng và cuốn các ngân hàng thương mại cổ phần vào vòng xoáy tăng vốn - vừa đáp ứng yêu cầu quy mô vốn do Ngân hàng Nhà nước đặt ra, vừa tích lũy tài sản từ các khoản thặng dư vốn cổ phần.

8.2.2 Vai trò chủ đạo của ngân hàng thương mại nhà nước

Ở cấp vi mô, ngân hàng thương mại nhà nước bỏ xa các ngân hàng thương mại cổ phần và ngân hàng có vốn nước ngoài, đặc biệt trên khía cạnh danh mục tài sản. Vào cuối năm 1999, ngân hàng thương mại nhà nước chiếm 81,5% trong tổng số danh mục tài sản tài chính của thị trường, tương đương 59.000 tỷ VND (4,3 tỷ USD). Mặc dù đang trong xu hướng giảm dần nhưng các ngân hàng thương mại nhà nước vẫn chiếm tỷ trọng gần như tuyệt đối trên thị trường tín dụng ngân hàng, thể hiện trong bảng 8.6.

Bảng 8.6: Thị phần của các ngân hàng thương mại giai đoạn 2000-2004

	2000	2001	2002	2003	2004
Thị phần huy động vốn					
Ngân hàng thương mại nhà nước	77,0	80,1	79,3	78,1	75,2
Ngân hàng cổ phần	11,3	9,2	10,1	11,2	13,2
Chi nhánh NH nước ngoài	9,2	8,8	8,1	7,8	8,2
Ngân hàng liên doanh	2,5	1,9	2,5	2,5	3,4
	100	100	100	99,6	100
Thị phần cho vay vốn					
Ngân hàng thương mại nhà nước	76,7	79,0	79,9	78,6	76,9
Ngân hàng cổ phần	9,2	9,3	9,5	10,8	11,6
Chi nhánh NH nước ngoài	11,3	9,5	7,7	7,7	8,3
Ngân hàng liên doanh	2,8	2,2	2,9	2,9	3,2
	100	100	100	100	100

Nguồn: *www.empirics.net*. Đơn vị: %

Bảng 8.7 cho thấy vấn đề “qui mô đủ lớn” của các ngân hàng thương mại cổ phần ngày càng trở nên đáng lưu tâm, dẫn đến kế hoạch tái cấu trúc và điều chỉnh qui mô của nhóm ngân hàng không thuộc Nhà nước trong thời kỳ sau Đổi Mới. Xét về hoạt động, ngân hàng ở Việt Nam huy động quỹ từ dân chúng, bao gồm cả cá nhân, công ty và các cơ quan hành chính có tiền không hoạt động. Không nhiều người Việt Nam có tài khoản giao dịch tại ngân hàng, nhưng hầu hết đều có *sổ tiết kiệm*. Sổ tiết kiệm tương tự như một chứng chỉ tiền gửi, nhưng không thể chuyển nhượng. Các sổ tiết kiệm thường có lãi suất cao hơn tài khoản giao dịch. Đối với các ngân hàng, sổ tiết kiệm dường như là phương tiện huy động tiền hợp lý. Nguồn tiền này rất ổn định. Những ngân hàng lớn, đặc biệt là ngân hàng thương mại nhà nước, còn có lợi thế chỉ phải trả chi phí huy động thấp hơn ngân hàng thương mại cổ phần.

Siêu trọng của các ngân hàng thương mại nhà nước trên thị trường bắt nguồn từ việc được Nhà nước giao nguồn vốn lớn. Ngân hàng thương mại nhà nước hoạt động tốt nhất là Vietcombank, có lợi nhuận trước thuế là xấp xỉ 451 tỷ VND (28,9 triệu USD) vào năm 2003, có tỷ lệ lãi ròng trên vốn tự có (ROE) là 17,9%. Cùng trong năm đó, Ngân hàng thương mại cổ phần Á châu có vốn 185,5 tỷ VND (11,89 triệu USD), với ROE trước thuế là 43,8%.

Có thể kể ra các lợi thế của ngân hàng thương mại nhà nước.

Một là, *hệ thống mạng lưới và văn phòng giao dịch rộng khắp* đã được xây dựng từ 50 năm qua bằng chi phí của Nhà nước - điểm này khó ngân hàng thương mại cổ phần nào có thể cạnh tranh được.

Hai là, *khối ngân hàng thương mại nhà nước nhận nguồn quỹ trực tiếp từ Chính phủ để tăng vốn*. Vào ngày 6/6/2003, Bộ Tài chính đã bơm 1.900 tỷ VND (123,04 triệu USD) vào 4 ngân hàng thương mại nhà nước. Lượng tiền này được phân chia như trong bảng 8.8.

Ba là, khi công việc kinh doanh gặp khó khăn, đặc biệt là thiếu nguồn quỹ và nợ xấu ngày càng tăng, các ngân hàng thương mại nhà nước thường nhận được *ủng hộ tài chính từ phía Chính phủ*. Điển hình là những giải pháp “sắp xếp” các khoản nợ xấu của ngân hàng thương mại nhà nước do doanh nghiệp nhà nước gây ra. Các ngân hàng thương mại nhà nước đã loại bỏ khó khăn này bằng cách chuyển chúng sang Công ty Mua bán nợ và tài sản tồn đọng của doanh nghiệp (DATC), sau khi

được Bộ Tài chính thông qua.

Bốn là, *năng lực triển khai các thương vụ lớn, mang lại lợi nhuận lớn*. Với quy mô vốn đáng kể, ngân hàng thương mại nhà nước có thể hình thành và triển khai các hoạt động thương mại dễ dàng hơn nhiều so với các ngân hàng thương mại cổ phần ít vốn. Bên cạnh đó, danh tiếng được bảo đảm bởi Nhà nước cũng là một tài sản không ai có.

Cuối cùng, *chi phí huy động quỹ thấp hơn*. Tính kinh tế theo quy mô giúp các ngân hàng thương mại nhà nước giảm chi phí huy động và vươn tới những đối tượng gửi tiền trên khắp cả nước. Trong nhiều trường hợp, ngân hàng thương mại nhà nước hoạt động với chức năng là đại lý ngân hàng cho các tổ chức của Chính phủ và các quỹ quốc tế lớn, nhờ thế, các ngân hàng này có thể sử dụng những nguồn quỹ với chi phí cận biên.

Thị trường có cách đánh giá riêng về hiệu quả hoạt động kinh doanh của ngân hàng. Sau rất nhiều nỗ lực và điều chỉnh lịch trình thời gian, Vietcombank (VCB) trở thành ngân hàng thương mại nhà nước đầu tiên thực hiện phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng (IPO). Cổ phiếu của ngân hàng này được chào bán với giá khởi điểm 100.000 đồng/cổ phiếu trong phiên đấu giá ngày 26/12/2007 tại Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh.

Với 45 năm hình thành và phát triển, tính đến cuối năm 2006, VCB đã phát triển lớn mạnh theo mô hình ngân hàng đa năng với 58 chi nhánh, 1 sở giao dịch, 87 phòng giao dịch, 4 công ty con trực thuộc trong nước, 2 văn phòng đại diện, 1 công ty con tại nước ngoài, và đội ngũ hơn 6.500 nhân viên. Ngoài ra VCB còn góp vốn, liên doanh liên kết với các đơn vị trong và ngoài nước trong nhiều lĩnh vực kinh doanh khác nhau như bảo hiểm, bất động sản, quỹ đầu tư. Tổng tài sản tính đến cuối năm 2006 của ngân hàng này lên tới 170 ngàn tỷ đồng. Tổng dư nợ đạt 68 ngàn tỷ đồng. Vốn chủ sở hữu đạt hơn 11 ngàn tỷ đồng.

Mục tiêu mà VCB hướng tới sau khi cổ phần hóa là trở thành tập đoàn đầu tư - tài chính - ngân hàng hàng đầu, đóng vai trò chủ đạo tại Việt Nam và trở thành một trong 70 định chế tài chính hàng đầu tại châu Á vào năm 2015–2020, có phạm vi hoạt động quốc tế.

Bảng 8.7: Vai trò của ngân hàng thương mại nhà nước trong hoạt động cho vay

	Tổng dư nợ	SOCB	VCB	ICB	VBARD	BIDV	JSCB và FOCB
1990	10.053	9.505	2.192	3.032	2.851	1.430	548
1991	1.593	13.867	3.618	4.190	3.999	2.060	1.226
1992	23.179	21.016	4.976	6.189	6.126	3.725	2.163
1993	29.768	27.138	6.237	6.670	7.855	6.376	2.630
1994	42.277	33.647	7.534	8.601	9.576	7.936	8.630
1995	50.751	38.879	8.046	10.318	12.161	8.354	12.431
1996	56.926	43.742	9.052	11.609	13.682	9.399	13.184
1997	62.201	48.042	9.942	12.750	15.027	10.323	14.159
1998	72.597	59.087	12.228	15.681	18.482	12.696	13.510
1999	112.730	76.559	13.659	21.905	22.968	17.991	36.171
2000	186.268	141.654	14.421	26.224	39.393	34.420	44.704
2001	205.442	152.027	16.476	39.594	51.472	44.485	53.415
2002	259.325	197.087	29.295	47.121	66.399	54.272	62.283
2003	330.121	247.591	-	-		69.845	66.024

Nguồn: Báo cáo thường niên Ngân hàng Nhà nước, Báo cáo IMF, Báo cáo kiểm toán ngân hàng thương mại nhà nước.

Chữ in nghiêng là số ước lượng từ các nguồn báo chí và phỏng vấn.

Với những thông số hoành tráng như trên và kỳ vọng của công chúng đầu tư về các quan hệ hợp tác chiến lược với những ngân hàng hàng đầu thế giới, năng lực tạo mức lợi nhuận cao nhờ nhiều năm gần như kiểm soát dịch vụ thanh toán quốc tế, kết quả đấu giá cổ phiếu VCB ngày 26/12/2007 xác định: giá đấu thấp nhất 102.000 đồng/cổ phiếu và giá đấu bình quân 107.000 đồng/cổ phiếu. Đến giữa tháng 10/2008, trong cơn bão tài chính toàn cầu, cổ phiếu ngân hàng này trên thị trường phi chính thức dao động quanh mức 30.000 đồng/cổ phiếu.

Là ngân hàng có qui mô vốn xấp xỉ $\frac{1}{2}$ và ROE gấp gần 3 lần VCB vào năm 2003, tại thời điểm IPO của VCB, cổ phiếu của ACB đang giao dịch tại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HaSTC) với giá xoay quanh 130.000 đồng/cổ phiếu. Dù cùng chịu cảnh sụt giảm mạnh trong xu thế chung của thị trường chứng khoán Việt Nam ở năm 2008, cổ phiếu này vẫn nằm ở nhóm giá cao trên HaSTC khi dừng ở mức 40.000 đồng/cổ phiếu ở trung tuần tháng 10/2008. Đáng chú ý là bản thân ACB vào năm 2003 từng gặp sự cố vì tin đồn mất khả năng thanh toán. Sự việc nghiêm trọng tới mức đích thân Thống đốc Ngân hàng Nhà nước lúc bấy giờ là ông Lê Đức Thúy phải lên tiếng bảo đảm với khách hàng của ACB và tức tốc điều cả đoàn xe chở tiền từ Ngân hàng Nhà nước tới để đảm bảo thanh khoản.

“Bơm tiền” của Chính phủ vào các ngân hàng thương mại nhà nước không chỉ duy nhất xuất hiện ở Việt Nam. Trường hợp tương tự đã được thực hiện ở Trung Quốc, nơi cấu trúc kinh tế và hệ thống ngân hàng tương tự với Việt Nam, ngoại trừ quy mô lớn hơn gấp nhiều lần. Vào ngày 26/11/2003, Chính phủ Trung Quốc cũng quyết định giữ lại 4 ngân hàng thương mại quốc doanh (có tên gọi và phân chia phạm vi hoạt động tương tự như 4 ngân hàng của Việt Nam), bằng cách bơm 2.000 tỷ nhân dân tệ (8 NDT = 1USD) vào nguồn vốn của các ngân hàng này. Giải pháp tương tự đã được thực hiện trước đó, trong năm 1997, khi Chính phủ Trung Quốc bơm 270 triệu NDT cũng vào 4 ngân hàng nói trên, cộng thêm việc chuyển các khoản nợ không trả lãi trị giá 1.600 tỷ USD tới cho Công ty Quản lý tài sản Trung ương (cũng tương tự như DATC của Việt Nam).

Trong bối cảnh của cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ toàn cầu thời kỳ 2007-2009, nguồn tiền “cứu trợ” từ chính phủ thực sự là phao cứu

sinh của hệ thống ngân hàng thương mại ngay trong những nền kinh tế thị trường phát triển bậc nhất như Hoa Kỳ, Tây Âu và Nhật Bản. Hàng chục tỷ USD đã “truyền máu” cho các định chế tài chính danh tiếng như FDIC, AIG, Wells Fargo, Mitsubishi UFJ Financial Group, Mizuho Financial Group, UBS hay Lloyds.

Dù có rất nhiều lợi thế so với các ngân hàng thương mại tư nhân, hệ thống ngân hàng thương mại nhà nước cũng có điểm yếu cốt lõi và rất khó khắc phục: hạn chế trong năng lực tạo ra lợi nhuận thực sự. Ở Việt Nam, việc tiếp cận các thông tin về ngân hàng thương mại là rất khó, đặc biệt là các ngân hàng thương mại nhà nước, do loại thông tin này được xếp vào mục thông tin bí mật quốc gia.

Tuy vậy, vẫn có thể phác họa một bức tranh về khả năng tạo ra lợi nhuận thực tế của các ngân hàng thương mại nhà nước thông qua những điểm hạn chế trong hoạt động. Trong số đó phải kể đến là, *khả năng đảm bảo an ninh yếu*. Trường hợp điển hình là một thủ quỹ của Vietcombank bị bắt giam do đã biến thủ 4 triệu USD liên tục trong 9 tháng liền mà không bị phát hiện; *nợ xấu và thiếu thông tin và phân khoản nợ xấu cũng chưa thích hợp*, các chỉ số vốn thiếu chặt chẽ và kỹ năng quản lý còn hạn chế.

Những tồn tại nêu trên là nhược điểm khách quan của một quá trình vận hành khá lâu trong cơ chế kế hoạch hóa tập trung. Chính phủ và Ngân hàng Nhà nước đã nhận ra thực tế này. Nhiều biện pháp khắc phục đã được đề ra. Những kết quả đạt được ban đầu còn khiêm tốn nhưng cũng rất khích lệ.

Bảng 8.8: “Bơm” tiền vào hệ thống SOCBs trong năm 2003

	6/6/2003		Tổng đợt 1	
	tỷ VND	triệu USD	tỷ VND	triệu USD
VBARD	700	45,33	1.500	97,10
VCB	400	25,90	1.000	64,76
ICBV	400	25,90	1.000	64,76
BIDV	400	25,90	1.200	77,70
MHB	-		200	12,95

Nguồn: Dan Houtte, Vuong & Partners

Tổng hợp báo cáo của Bộ Tài chính và Ngân hàng Nhà nước

8.2.3 Nguồn gốc của rủi ro

Có một công thức chung phản ánh sự chế ngự của thế giới tài chính với các doanh nghiệp đang hoạt động sản xuất. Doanh nghiệp cần nguồn vốn để trả công lao động, mua nguyên liệu, trả phí dịch vụ điện nước. Chỉ có hai dạng thức chính hình thành nguồn vốn đó: (i) vốn góp của những người chủ và (ii) vốn vay hoặc từ ngân hàng, hoặc từ bạn bè, đối tác, khách hàng, và cổ đông. Công thức này ai cũng tỏ tường.

Qua các số liệu và bản chất của nền kinh tế tài chính, chúng ta biết rằng hệ thống ngân hàng đang chiếm lĩnh nền kinh tế và thị trường tín dụng với quy mô tài sản khổng lồ. Nhưng bản thân các ngân hàng này cũng đang mắc phải những căn bệnh do hiệu quả kinh doanh thấp và nợ xấu.

Đối với các ngân hàng thương mại cổ phần và ngân hàng thương mại nước ngoài, nợ xấu có bản chất là rủi ro tín dụng. Tuy nhiên, với các ngân hàng thương mại nhà nước, bản chất này còn có đặc điểm là rủi ro chính sách do đôi khi phải thực hiện theo các chỉ thị để cho vay.

Những khoản nợ xấu khổng lồ thường đến từ những nguồn dễ nhận diện. Và ở Việt Nam, đó là các doanh nghiệp hoạt động kém hiệu quả, và các dự án phá sản. Số còn lại là các vụ lừa đảo tín dụng, nhưng ít khi đạt tới qui mô lớn. Chúng tôi có thực hiện khảo sát bằng thu thập dữ liệu từ báo chí, những doanh nghiệp và dự án bằng nguồn quỹ nhà nước đã gây ra thua lỗ nghiêm trọng với một số con số gây sửng sốt: *Khoảng 160 doanh nghiệp nhà nước tạo ra số lỗ 1.452 tỷ VND (tương đương 93,1 triệu USD) trong hai năm 2002-2003.*

14 doanh nghiệp nhà nước được khảo sát có hệ số nhân vốn khổng lồ, thậm chí lớn hơn cả các ngân hàng. Điều này đơn giản được giải thích bằng việc họ có thể tiếp cận với vốn vay quá dễ dàng, bằng cách nào đó, và tạo ra tài sản hầu hết nhờ vào số tiền vay mượn. Hệ số nhân vốn thấp nhất là 16 lần và cao nhất là 89 lần (tỷ lệ thường thấy ở các ngân hàng từ 15-20 lần). Mức trung bình là 40,7 - gấp 2 lần số tài sản huy động của một ngân hàng bình thường.

Công tác giám sát hoạt động cho vay của các ngân hàng còn thiếu chặt chẽ. Ngân hàng thương mại nhà nước phá vỡ các quy tắc và yêu cầu an toàn khi gặp các khoản cho vay lớn. Những quy tắc như vậy thường

quy định giới hạn phần trăm đối với từng ngành và doanh nghiệp cụ thể, cũng như đặc điểm tín dụng mà ngân hàng không được vượt quá. Tuy nhiên, kết quả của những khoản vay chỉ thị là các con số nợ khổng lồ. Quan sát được: sản xuất đường - 3.881 tỷ VND (tương đương 259 triệu USD); sản xuất xi măng - 2.900 tỷ VND (tương đương 193 triệu USD); sản xuất giấy - 746 tỷ VND (tương đương 50 triệu USD); đúc sắt - 896 tỷ VND (tương đương 60 triệu USD); sản xuất và kinh doanh phân bón - 858 tỷ VND (tương đương 57 triệu USD), v.v..

Đây chỉ là tổng kết từ những vụ tai tiếng mà giới truyền thông đề cập nhiều. Mặc dù chưa đầy đủ, nhưng những con số này cũng đã gây sốc đối với nhiều người.

Bảng 8.9: Nợ tồn đọng của ngân hàng thương mại nhà nước

	Nợ tồn đọng/Tổng dư nợ	
	2000	2005
NHTMNN	10,78%	n.a.
VCB	19,47%	2,47%
ICB	24,31%	3,50%
BIDV	2,53%	n.a.
VBARD	4,15%	2,30%

Theo số liệu báo cáo của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, tính tới ngày 31/12/2000, giá trị dư nợ tồn đọng của các ngân hàng thương mại nhà nước là 21.280 tỷ đồng chiếm 15,65% tổng dư nợ (136.000 tỷ đồng). Tại cùng thời điểm, Ngân hàng Công thương và Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam có tỷ lệ tín dụng tồn đọng cao nhất trong nhóm ngân hàng thương mại nhà nước, lần lượt là 24,31% và 19,47%. Trong khi đó, hai ngân hàng thương mại nhà nước còn lại có tỷ lệ nợ xấu thấp tới đáng ngạc nhiên. Tỷ lệ này tại Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam là 2,53%, còn tại Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển nông thôn Việt Nam là 4,15%.

Bức tranh tín dụng tồn đọng tại ngân hàng thương mại nhà nước sáng lên đáng kể sau 5 năm. Theo dữ liệu được Báo điện tử Vietnamnet công bố năm 2005, tỷ lệ nợ xấu tại các ngân hàng thương mại nhà nước đều ở dưới mức 4% (xem bảng 8.9).

Tính dễ tổn thương của hệ thống ngân hàng

Nợ xấu đã khiến hệ thống ngân hàng, đặc biệt là các ngân hàng thương mại nhà nước, dễ tổn thương hơn trước các biến cố của thị trường tiền tệ. Theo các cam kết hội nhập kinh tế quốc tế, Chính phủ không thể tiếp tục trợ cấp cho các ngân hàng thương mại nhà nước sau thời kỳ 2005-2006. Và các ngân hàng thương mại nhà nước sẽ phải tìm ra cách xử lý phần vốn đang bị thu hẹp dần do xoá bỏ các khoản nợ xấu khỏi sổ sách. Đây sẽ là một khó khăn thực sự của các ngân hàng thương mại nhà nước.

Từ vấn đề này, đã có những ngân hàng thương mại nhà nước nộp kế hoạch cổ phần hoá nhằm từng phần cổ phần hoá tài sản của họ, cũng như tăng vốn thông qua thị trường chứng khoán như Vietcombank, Vietinbank¹⁰ và MHB. Kết quả IPO với Vietcombank thì chúng ta đã biết. Và câu hỏi về cải thiện năng lực cạnh tranh, tăng cường hiệu quả hoạt động của các ngân hàng thương mại nhà nước thông qua cổ phần hóa vẫn chưa có câu trả lời.

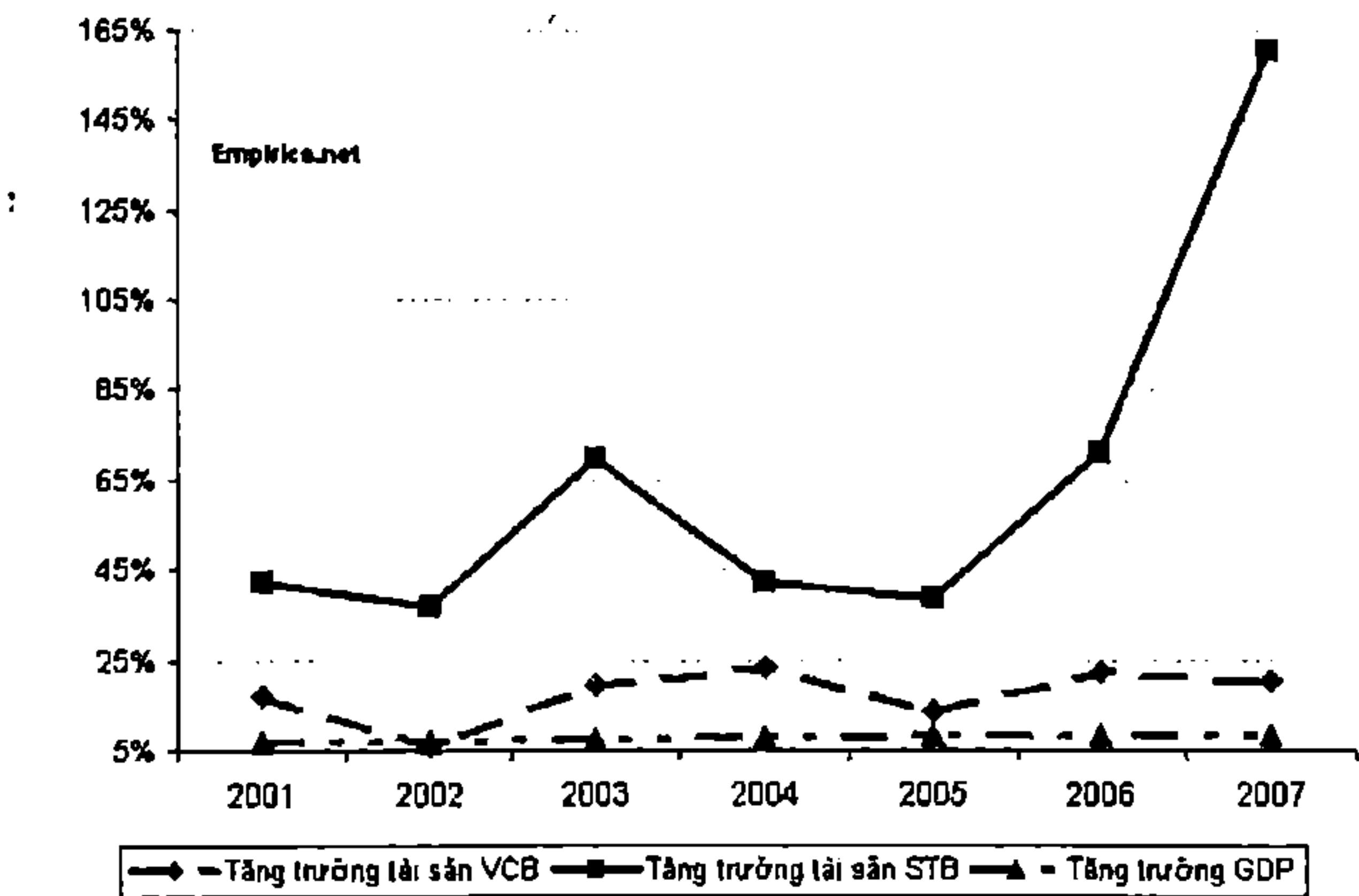
Ngân hàng thương mại nhà nước cũng bị tổn thương khi dân chúng suy giảm niềm tin, đặc biệt, sau sự sụp đổ dây chuyền của các hợp tác xã tín dụng, và các trục trặc của hệ thống ngân hàng. Mặc dù đã có nhiều cố gắng, nhưng ám ảnh đó vẫn chưa thay đổi nhiều, thậm chí ngay cả với những ngân hàng thương mại hàng đầu vốn được coi là tốt và an toàn. Trong trường hợp của ACB vào tháng 10/2003, hàng chục nghìn người đã đổ xô đi rút tiền từ ngân hàng hoạt động tốt nhất đất nước này sau khi tin đồn cả chủ tịch và giám đốc điều hành ngân hàng chạy trốn khỏi đất nước. ACB và Ngân hàng Nhà nước đã phải mất 3 tuần nhằm thuyết phục và đảm bảo niềm tin với công chúng, cùng với số tiền trợ giúp khẩn cấp lên tới 900 tỷ đồng (tương đương 57,7 triệu USD) để giúp thị trường lắng xuống.

8.2.4 Làn sóng chuyển đổi và thành lập mới ngân hàng thương mại

Vị thế ngày một quan trọng của ngân hàng trong nền kinh tế Việt Nam mặc nhiên được công nhận. Kể từ sau năm 2000, các ngân hàng đều đạt

¹⁰Ngân hàng Công thương Việt Nam còn có tên gọi cũ là Incombank

tốc độ tăng trưởng tài sản rất cao, gấp từ vài lần đến vài chục lần tăng trưởng GDP. Trong đồ thị 8.2, đại diện cho khu vực ngân hàng thương mại cổ phần là Sacombank có mức tăng trưởng đặc biệt cao đáng chú ý trong giai đoạn 2005-2007 khi tăng trưởng tài sản từ 71% năm 2006 lên hơn gấp đôi vào năm 2007 (161%). Ngân hàng này từng đạt tốc độ tăng tài sản 70% vào năm 2003.



Hình 8.2: Tăng trưởng tài sản ngân hàng và GDP

Tốc độ tăng trưởng kinh tế cao của Việt Nam liên tục trong nhiều năm càng hứa hẹn nhiều cơ hội cho các dịch vụ ngân hàng và tài chính. Dòng vốn nước ngoài, cả trực tiếp và gián tiếp, tăng lên nhanh chóng. Hoạt động giao thương hàng hóa quốc tế sôi động trong quá trình tích cực hội nhập toàn cầu. Chủ trương phi tiền mặt hóa các giao dịch kinh tế của Chính phủ... càng tô điểm cho vẻ hấp dẫn của ngành kinh doanh tiền tệ và tín dụng tại Việt Nam.

Cơn sóng thành lập ngân hàng dần hình thành từ cuối năm 2005, cùng với đề án cải tổ hệ thống ngân hàng do Ngân hàng Nhà nước chủ trì. Đỉnh sóng cao nhất là vào quý I/2007, thời điểm thị trường chứng khoán Việt Nam thăng hoa, với 25 bộ hồ sơ xin thành lập ngân hàng mới được gửi tới Ngân hàng Nhà nước. Các công việc chuẩn bị, dĩ nhiên, được triển khai rất tích cực từ trước đó.

Tháng 11/2006, Chính phủ ban hành Nghị định 141/2006/NĐ-CP về danh mục mức vốn pháp định của các tổ chức tín dụng, và tới tháng 6/2007, Ngân hàng Nhà nước có Quyết định số 24/2007/QĐ-NHNN về điều kiện thành lập ngân hàng mới - việc thành lập ngân hàng thương mại cổ phần đã trở nên ngặt nghèo hơn. Nổi bật và trọng yếu nhất là mức vốn điều lệ tối thiểu của một ngân hàng thương mại cổ phần đô thị tăng vọt từ 70 tỉ đồng lên 1.000 tỉ đồng.

Những thông tin về điều kiện khó khăn trong thành lập ngân hàng thương mại cổ phần dường như đã được xác nhận từ rất sớm. Nhiều tổng công ty và tập đoàn kinh tế lựa chọn con đường sở hữu ngân hàng bằng cách trở thành cổ đông của ngân hàng thương mại cổ phần nông thôn đang tồn tại, rồi bổ sung nguồn lực để chuyển đổi thành ngân hàng thương mại cổ phần.

Ngân hàng thương mại cổ phần nông thôn đầu tiên được chuyển đổi thành ngân hàng thương mại cổ phần (đô thị) vào năm 2003 theo đề án đổi mới của Ngân hàng Nhà nước đưa ra năm 2001. Tới năm 2005 có thêm một ngân hàng nữa được chuyển đổi. Sang năm 2006 thì công nghệ nâng cấp ngân hàng chuyển sang giai đoạn sản xuất hàng loạt với 6 ngân hàng thương mại cổ phần nông thôn trở thành ngân hàng thương mại cổ phần, xem bảng 8.10.

Bảng 8.10: Chuyển đổi ngân hàng thương mại cổ phần nông thôn

	NHTMCP nông thôn	NHTMCP
2007	Đồng Tháp	PG Bank
2007	Đại Á	Đại Á
2007	Cờ Đỏ	Miền Tây
2007	Rạch Kiến	Đại Tín
2006	Kiên Long	Kiên Long
2006	Ninh Bình	Dầu khí toàn cầu
2006	Sông Kiên	Nam Việt
2006	Nhơn Ái	Sài Gòn Hà Nội
2006	Hải Hưng	Đại Dương
2005	An Bình	An Bình
2003	Đà Nẵng	Việt Á

“Nâng cấp” ngân hàng đang hoạt động có nhiều lợi thế. Các yếu tố

chủ chốt từ con người, bộ máy kinh doanh, mạng lưới hoạt động đến công nghệ ngân hàng, hiện diện thương hiệu hầu như sẵn có. Các cổ đông “sáng lập” của ngân hàng mới chỉ tập trung duy nhất giải quyết vấn đề nguồn lực tài chính và lo lắng sao cho nguồn lực này được sử dụng hiệu quả. Tất nhiên, việc này không đơn giản. Nhưng đi trước một bước để chiếm lĩnh thị trường là lợi thế khó lòng bỏ qua.

Cho dù có phải vất vả hơn, thì các nhà đầu tư đặt niềm tin vào ngành ngân hàng cũng không hề nản lòng. Nhiều bộ hồ sơ xin thành lập ngân hàng mới được gửi tới Ngân hàng Nhà nước với sự chuẩn bị công phu. Tính tới tháng 8/2007, có 13 hồ sơ đề nghị được mở mới ngân hàng với quy mô vốn điều lệ từ 1.000 tỷ đồng trở lên, bảng 8.11.

Bảng 8.11: Ngân hàng thương mại cổ phần nộp đơn xin cấp phép

Ngân hàng thương mại cổ phần		Vốn điều lệ	Địa phương
		tỷ đồng	
1	Liên Việt *	3.300	Hậu Giang
2	FPT * (Tiên phong)	1.000	Hà Nội
3	Văn Phong	1.000	Khánh Hòa
4	Năng lượng	1.000	Hà Nội
5	Việt Tín	1.680	Tp.HCM
6	Kinh Bắc	1.500	Bắc Ninh
7	Đông Dương Thương tín	1.000	Hà Nội
8	Ngôi sao Việt Nam **	1.000	Hà Nội
9	Việt Nam	1.000	Tp.HCM
10	Phát triển đô thị Việt Nam	1.000	Hà Nội
11	Dầu khí	1.000	Hà Nội
12	Ngoại thương châu Á	1.000	Hà Nội
13	Đông Dương	1.000	Long An

Tính tới tháng 8/2007.

(*) đã thành lập

(**) Ngân hàng Ngôi sao Việt Nam không được cấp phép

8.3 Hợp tác xã tín dụng nhân dân

Cùng với sự hình thành của hệ thống ngân hàng hai cấp, mô hình hợp tác xã tín dụng nở rộ vào cuối những năm 1980, trở thành một phần

đáng kể của thị trường tài chính. Hợp tác xã tín dụng là tổ chức nhận tiền gửi, hoạt động tương tự như ngân hàng thương mại, hoạt động trong khu vực địa lý có giới hạn hẹp và quy mô vốn cổ phần nhỏ hơn nhiều so với ngân hàng thương mại.

Một hợp tác xã tín dụng ban đầu có thể chỉ là một nhóm người đóng góp một lượng tiền nhất định để hoạt động. Về bản chất, hợp tác xã tín dụng không phải là một công ty, và có trách nhiệm vô hạn cộng với phí tổn cá nhân. Đặc tính quan trọng của các tổ chức này là được phép huy động nguồn vốn từ dân chúng, trong khi cơ chế luật pháp để quản lý các hoạt động của loại hình tổ chức này chưa được hình thành. Việc huy động tiền từ dân cư trong những thời kỳ cam go bao gồm vay mượn dựa trên uy tín, thông qua mạng lưới đại lý nhận tiền gửi, các khoản vay từ doanh nghiệp nhà nước có tiền nhưng chưa cần sử dụng và “nằm ngoài sự kiểm soát của Nhà nước” v.v.. Điểm chung của đông đảo hợp tác xã tín dụng là hầu như không có vốn cổ phần.

Nói tóm lại, pháp luật điều chỉnh hoạt động của hợp tác xã tín dụng ít hơn rất nhiều các ngân hàng thông thường. Số lượng các hợp tác xã tín dụng tăng nhanh chóng trên khắp cả nước, số tiền huy động lên tới hàng nghìn tỷ đồng Việt Nam.

Hiệu quả hoạt động của hệ thống hợp tác xã tín dụng đáng để đặt câu hỏi. Nhưng đáng tiếc câu trả lời vẫn để ngỏ cho tới khi xảy ra sụp đổ hàng loạt các hợp tác xã tín dụng trong thời kỳ 1991-1992. Hàng nghìn hợp tác xã tín dụng đã phải đóng cửa hoạt động trong thời gian vài tuần. Có nhiều nguyên nhân cho sự đổ vỡ này nhưng những nhân tố thường được đề cập đến gồm: (1) Cấu trúc vốn nhiều rủi ro, không có đủ “đệm đỡ” rủi ro về vốn; (2) Trình độ chuyên môn yếu kém và thiếu sự minh bạch; (3) Số cơ hội đầu tư dành cho quần chúng bị hạn chế; (4) Giám sát không hợp lý và ít hiệu quả từ phía cơ quan có thẩm quyền; (5) Hệ thống tài chính và các khái niệm tài chính phức tạp còn chưa phát triển.

Mặc dù 3 nhân tố đầu tiên đã được cải thiện và sửa chữa dần kể từ đó, nhưng nhân tố cuối cùng cho thấy còn nhiều thách thức cả về khía cạnh tri thức lẫn tài chính. Rất có thể, nguyên nhân cơ bản gây ra khó khăn là quan niệm kế hoạch hóa tập trung đã tồn tại quá lâu, tạo ra thành kiến khi các nhà hoạch định chính sách và quần chúng bắt tay vào lựa chọn những khái niệm thị trường mới.

Song hành cùng vấn đề này, trong quá khứ đã tồn tại những quỹ huy động vốn kiểu “kế hoạch Ponzi”. Người huy động vốn sử dụng tiền thu được từ người gửi sau để trả cho người gửi trước, mà không đầu tư quỹ vào các hoạt động tạo ra doanh thu tài chính. Hoạt động của hợp tác xã tín dụng nở rộ cuối những năm 1980 và đầu những năm 1990 đã đóng góp vào quá trình cải tổ của toàn hệ thống tín dụng - ngân hàng.

Một hậu quả nghiêm trọng của quá trình này là sự mất niềm tin của dân chúng đối với toàn bộ hệ thống tài chính. Ngày nay, mỗi khi gửi tiền vào ngân hàng nhiều người vẫn còn nhớ tới đổ vỡ tín dụng xảy ra vào đầu những năm 1990, khiến hàng nghìn người phải sống trong tình trạng khó khăn tạm thời. Dân cư có thể tự do lựa chọn hình thức cất giữ và tiết kiệm tài sản, cũng như tìm tới những nguồn vốn phù hợp với năng lực hoàn trả nợ gốc và lãi vay cho hoạt động kinh doanh của mình. Bên cạnh đó, Chính phủ thực hiện tốt vai trò ngăn ngừa các hành vi cá nhân làm tổn hại tới lợi ích của cá nhân khác và rộng hơn là cả cộng đồng.

Tới năm 2008, báo chí có đưa nhiều tin tức về các vụ lừa đảo tín dụng cùng dạng *Ponzi* ở quy mô từ vài chục tới cả trăm tỷ đồng nhưng nhờ sự can thiệp kịp thời của pháp luật và cơ quan điều tra, hiệu ứng đổ vỡ dây chuyền đã không xảy ra.

Bảng 8.12: Thống kê vỡ nợ tín dụng

Đối tượng	Địa bàn	Quy mô	Báo (2008)
Mai Quý Thọ	Gia Lai	> 379 và 230 cây vàng	Diễn đàn doanh nghiệp, 12/9
Bùi Thị Thủy	Lạng Sơn	> 10	Tiền phong, 12/9
Võ Hoàng Minh Khoa	Cần Thơ	> 100	Tiền phong, 12/9
Đặng Kim Hà	Nha Trang	14,6	Dân trí, 20/10
Trương Thị Mai Thanh	Đà Nẵng	30	Thanh niên, 10/11

Quy mô huy động tính bằng tỷ đồng.

Trong cùng ngày 12/9/2008, nổi lên ba vụ vỡ nợ tín dụng tại Lạng Sơn, Cần Thơ và Gia Lai (bảng 8.12). Cơ quan điều tra kết luận đây là những vụ lừa đảo. Về bản chất kinh tế, những kẻ đứng ra huy động tiền của người dân đã dùng khoản tiền gửi của người gửi trước để trả mức

lãi cao cho các khoản tiền gửi tiếp theo, tạo ra sự tin tưởng trong một bộ phận dân cư. Một phần số tiền huy động sẽ được sử dụng cho việc chi tiêu hoang phí, xây dựng hình ảnh người làm tiền, nhiều cửa, kinh doanh thành đạt. Những màn kịch này được dàn dựng không mấy khác biệt với cú lừa ngoạn mục trị giá hàng trăm triệu USD gây chấn động cả phố Wall của tỷ phú “siêu lừa” Bernard Madoff năm 2009. Theo thời gian, những dòng cập nhật về số vụ lừa đảo tín dụng vẫn tiếp tục dài ra.

8.4 Hiện diện của tổ chức tín dụng nước ngoài

Sự kiện đánh dấu bước cải tổ của khu vực tài chính Việt Nam là sự mở cửa của hệ thống ngân hàng với đầu tư nước ngoài. Có mặt đầu tiên ở Việt Nam sau Đổi Mới là Tập đoàn ngân hàng Australia và New Zealand (ANZ) với chi nhánh ngân hàng 100% sở hữu nước ngoài đặt tại Hà Nội từ năm 1992. Ngày 15/6/1992, chi nhánh Hà Nội của Ngân hàng ANZ được cấp phép hoạt động, báo hiệu cuộc “đổ bộ” của các đại lý và ngân hàng nước ngoài vào Việt Nam đã bắt đầu.

Ngân hàng có sở hữu nước ngoài hoạt động chủ yếu dựa trên vốn cổ phần đăng ký. Những ngân hàng này thường có vốn cổ phần từ 15-20 triệu USD, với thời hạn hoạt động từ 20-30 năm. Ngân hàng nước ngoài ban đầu chỉ thực hiện nghiệp vụ nhận tiền gửi từ người nước ngoài. Tổng số tiền huy động bằng nội tệ bị giới hạn bởi Ngân hàng Nhà nước. Quy định này đã được nới rộng bằng cách này hay cách khác, nhưng một ngân hàng nước ngoài vẫn không được huy động tổng số tiền nội tệ (cụ thể là đồng Việt Nam) vượt quá 50% tổng số tiền huy động.

Từ ngày 1/1/2007, các ngân hàng này bắt đầu được nhận tiền gửi của người Việt Nam. Tỷ lệ được huy động là 650% vốn được cấp; từ ngày 1/1/2008 là 800% vốn được cấp; từ ngày 1/1/2009: 900% vốn được cấp; từ ngày 1/1/2010: 1000% vốn được cấp và sau ngày 1/1/2011 sẽ được đối xử quốc gia đầy đủ.¹¹ Cơ chế và lộ trình trên là nhằm thực hiện các cam kết về dịch vụ ngân hàng tại Biểu cam kết về dịch vụ trong bộ văn kiện gia nhập WTO của Việt Nam.

Ngân hàng nước ngoài tại Việt Nam ban đầu hoạt động chủ yếu dựa

¹¹Công văn số 1210/NHNN-CNH.

trên nguồn vốn từ ngân hàng mẹ, và một phần bổ sung từ lượng FDI chưa sử dụng tới ở trong nước. Ngoại trừ một số ít ngân hàng, như ANZ nhằm vào các dịch vụ ngân hàng bán lẻ, phần lớn ngân hàng nước ngoài tập trung vào các hoạt động ngân hàng phục vụ doanh nghiệp và bán buôn. Ngân hàng loại này có xu hướng tìm kiếm dự án FDI tốt để cấp vốn và tương đối e dè với khu vực kinh tế tư nhân của Việt Nam.

Nhiều sản phẩm dịch vụ ngân hàng hiện đại được các ngân hàng nước ngoài mang vào thị trường Việt Nam. Những sản phẩm này trước tiên cung cấp cho các khách hàng liên quan đến FDI. Tuy nhiên, sách lược kinh doanh của các ngân hàng nước ngoài đã dần thay đổi. Với nỗ lực đa dạng hóa danh mục đầu tư, ngân hàng nước ngoài mở rộng phạm vi tìm kiếm cơ hội sang doanh nghiệp nhà nước qui mô lớn, tiếp sau đó là các công ty tư nhân phát triển thịnh vượng đang trong giai đoạn chuyển đổi sang hình thức đại chúng.

Số văn phòng đại diện của ngân hàng nước ngoài tại Việt Nam tăng lên nhanh chóng. Đến năm 1997, có 90 ngân hàng, đến từ hơn 30 quốc gia và vùng lãnh thổ, đặt văn phòng đại diện tại Việt Nam. Quan trọng hơn, 22 chi nhánh và 6 ngân hàng liên doanh đã được ra đời và triển khai đầy đủ các nghiệp vụ kinh doanh ngân hàng (bảng 8.13).

Cuối năm 2000, các tổ chức tài chính nước ngoài nắm giữ 8% tổng tài sản của hệ thống ngân hàng và 10% danh mục cho vay của nền kinh tế. Trên thực tế, mặc dù hoạt động của ngân hàng nước ngoài ngày càng có ảnh hưởng nhiều hơn trong nền kinh tế, nhưng khu vực này vẫn nhỏ tương đối so với các ngân hàng thương mại nhà nước và chỉ là phần nhỏ của hệ thống tài chính trong nước. Với việc mở rộng hành lang pháp lý từ năm 1994, các công ty tài chính nước ngoài bắt đầu thực hiện kinh doanh ở Việt Nam dưới dạng hoạt động cho thuê tài chính liên doanh.

Sau thời gian khủng hoảng năm 1997, số định chế tài chính - ngân hàng quốc tế ở Việt Nam giảm đi. Ra khỏi thị trường Việt Nam nhiều nhất là ngân hàng. Số văn phòng đại diện ngân hàng nước ngoài giảm từ 85 vào năm 1997 xuống chỉ còn một nửa năm 2003. Những tổ chức còn ở lại Việt Nam đều hoạt động tích cực hơn, thể hiện qua vai trò tăng dần của khối tổ chức tài chính tín dụng nước ngoài trong hệ thống tài chính Việt Nam, đặc biệt kể từ khi Việt Nam mở cửa thị trường ngân hàng theo cam kết gia nhập WTO. Hết năm 2008, đã có 33 ngân hàng

Bảng 8.13: Tổ chức tín dụng nước ngoài tại Việt Nam

	1992	1997	2000	2003
Chi nhánh hoạt động đầy đủ	4	22	24	27
Ngân hàng liên doanh	0	6	4	4
Quỹ đầu tư vào VN ở nước ngoài	3	7	4	6
Quỹ đầu tư trong lãnh thổ VN	0	0	0	2
Chi nhánh ngân hàng	51	85	70	42
Tổng vốn cổ phần (triệu USD)	420	700	590	530

Nguồn: các tài liệu [48, 49, 50, 18, 54, 90, 115, 116].

Số in đậm: ước lượng của tác giả

nước ngoài được cấp phép mở chi nhánh; 5 ngân hàng liên doanh với 19 chi nhánh trực thuộc; 3 ngân hàng 100% vốn nước ngoài; 9 tổ chức tín dụng phi ngân hàng có vốn đầu tư nước ngoài và 54 văn phòng đại diện tại Việt Nam. Trước biến động của kinh tế thế giới và Việt Nam, lợi nhuận trước thuế của cả khối vẫn đạt trên 1.400 tỷ đồng.

Các đối thủ với tiềm lực tài chính hùng hậu, công nghệ quản lý và sản phẩm tiên tiến đã tạo sức ép cạnh tranh để hệ thống ngân hàng và tín dụng trong nước đổi mới tư duy kinh doanh và hoàn thiện năng lực chuyên môn nghiệp vụ mạnh mẽ. Bên cạnh đó, những định chế này là cầu nối cho các nhà đầu tư nước ngoài đến với thị trường Việt Nam, cũng như có những hợp tác hỗ trợ nhất định với hệ thống ngân hàng nội địa.

8.5 Thị trường liên ngân hàng

Phần này chuyển sang phân tích một trong những yếu tố quan trọng nhất, xét trên khía cạnh tỷ lệ lãi suất được quyết định nhiều hơn bởi thị trường: thị trường liên ngân hàng. Đó là một hệ thống gồm nhiều ngân hàng thương mại có danh tiếng và hoạt động hợp pháp, cả trong và ngoài nước, có thể cho vay, và thực hiện các giao dịch thương mại với các ngân hàng khác. Rất nhiều chi nhánh của ngân hàng nước ngoài hoạt động ở Việt Nam tham gia những giao dịch này, và trên thực tế đã đóng vai trò thiết yếu từ khi thị trường này được thành lập vào năm

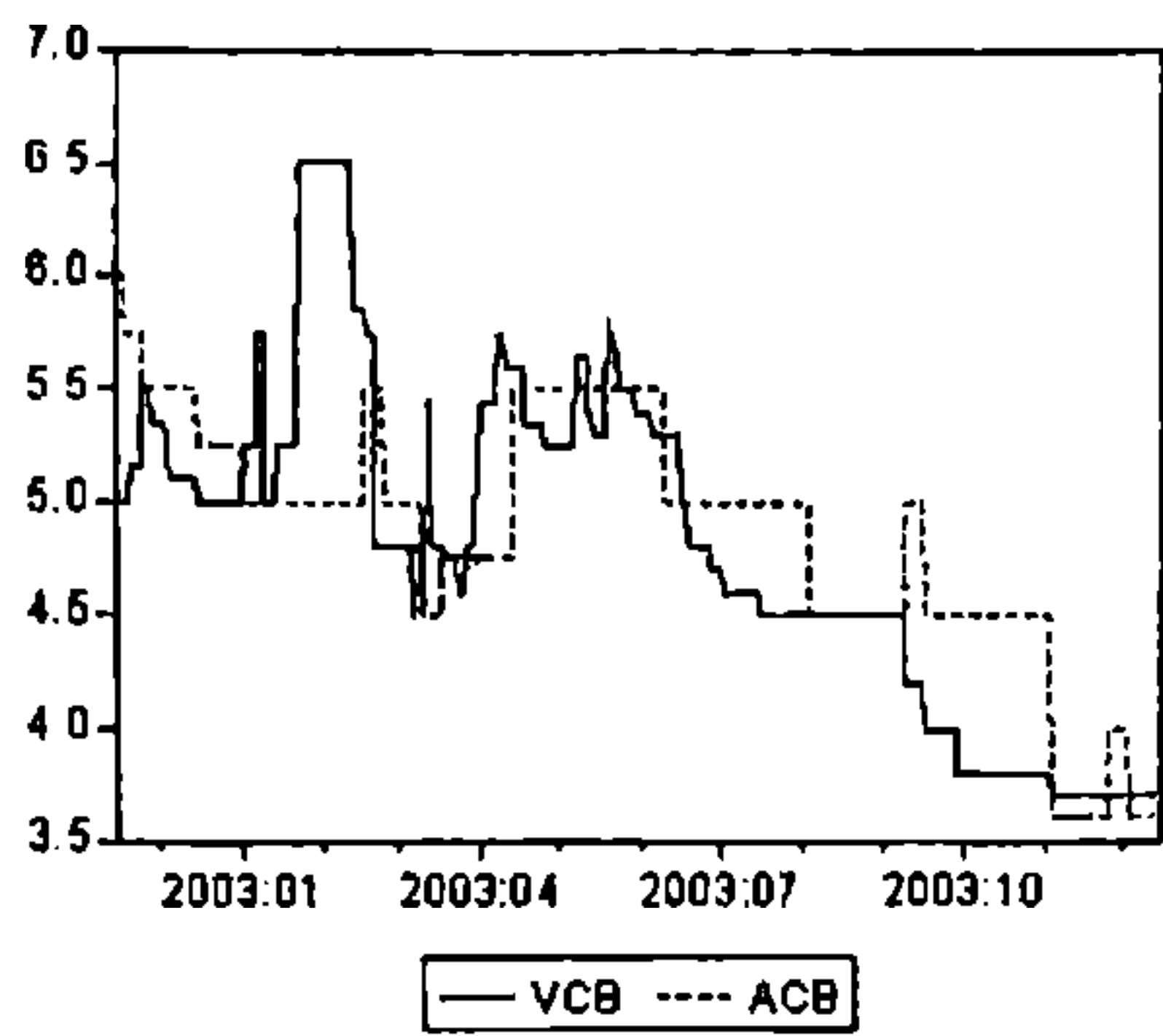
1995. Thị trường liên ngân hàng từ đó đến nay luôn chịu sự giám sát chặt chẽ của Ngân hàng Nhà nước.

Mức lãi suất chính thức được áp dụng giữa các ngân hàng, gọi là lãi suất liên ngân hàng Việt Nam (VNIBOR). Các mức lãi suất VNIBOR được niêm yết hàng ngày. Và chúng tôi xây dựng cơ sở dữ liệu này từ tháng 11/2002. Trong các phiên giao dịch thường nhật, kỳ hạn thường thấy đối với VNIBOR là qua đêm (O/N), 1 tuần, 2 tuần, 1 tháng, 2 tháng, 3 tháng và 6 tháng. Các giao dịch được thực hiện bằng đồng nội tệ, cụ thể là đồng Việt Nam (VND). Điều này cho thấy các ngân hàng không sẵn lòng cho vay dài hạn ở Việt Nam, thể hiện qua cách ngân hàng nước ngoài xác định rủi ro và đặt ra tỷ lệ dự phòng cao.

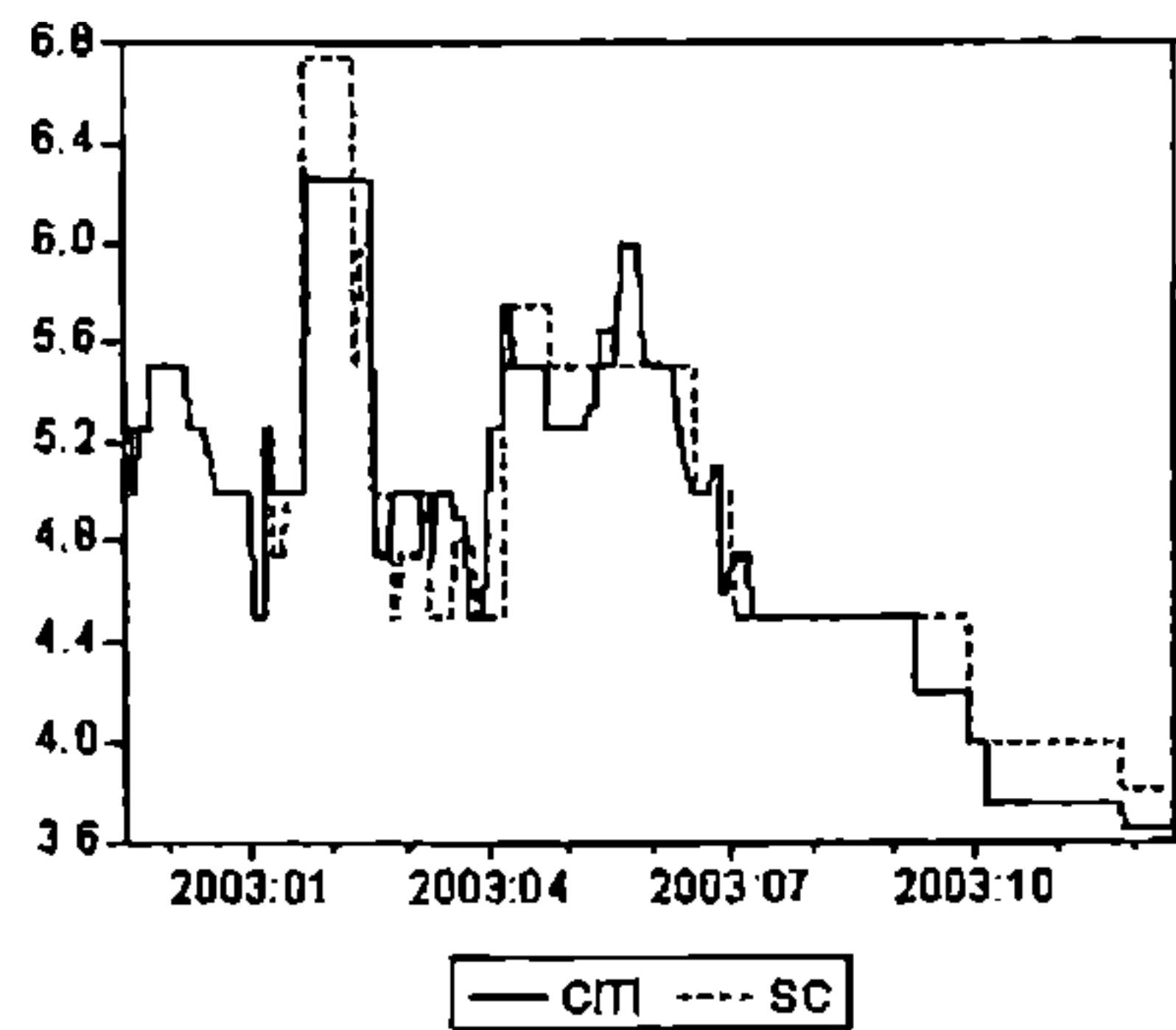
Trên thực tế, đa số giao dịch trên thị trường liên ngân hàng là giữa các ngân hàng thương mại trong nước, thuộc nhóm vay có kỳ hạn 3 tháng. Các ngân hàng thường xuyên góp mặt gồm: (a) ở Việt Nam: Ngân hàng thương mại cổ phần Á Châu (ACB), Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam (VCB), Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BIDV); và (b) ngân hàng nước ngoài và liên doanh: Citibank, Deutsche Bank (DB), Standard Chartered Bank (SC), HSBC và ABN Amro Bank.

Đồ thị 8.3 thể hiện 3 cặp VNIBOR được niêm yết trong 13 tháng, giúp quan sát quá trình hình thành giá trên thị trường liên ngân hàng. Ba cặp này được hình thành giữa các ngân hàng thương mại lớn là VCB (ngân hàng thương mại nhà nước) và ACB (ngân hàng thương mại cổ phần); Citibank (ngân hàng nước ngoài hoạt động tích cực nhất) và Standard & Chartered Bank; và so sánh giữa VCB và Citibank là 2 đại diện của ngân hàng trong nước và quốc tế đặt tại Việt Nam. Các mức lãi suất trong đồ thị được niêm yết cho các giao dịch O/N (qua đêm), và là hình thức giao dịch thực hiện thường xuyên nhất. Đơn vị cho trục tung là phần trăm (%) trên năm.

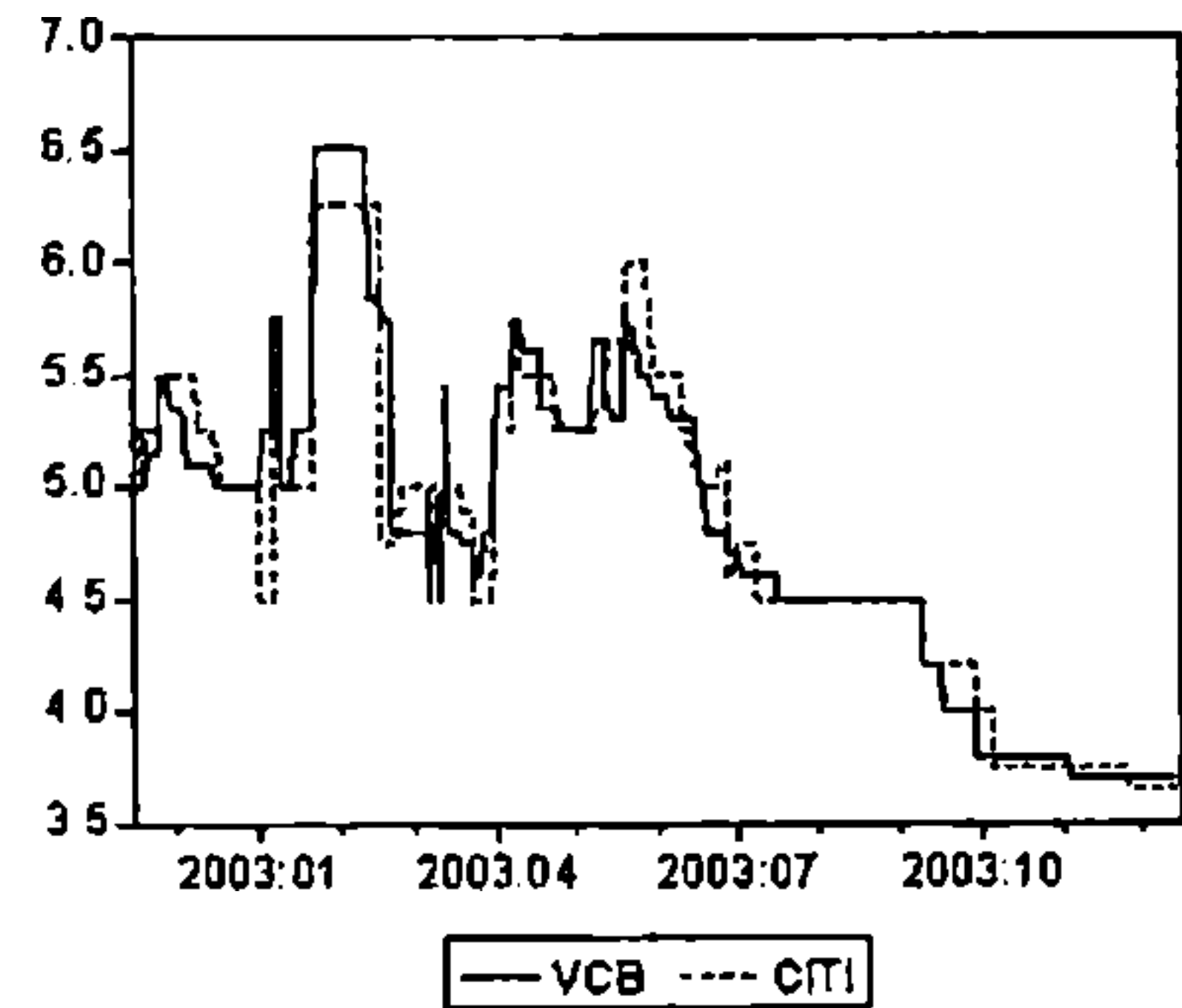
Với mỗi cặp (hình 8.3), mức lãi suất niêm yết VNIBOR dịch chuyển cùng hướng trong khoảng thời gian đủ dài, khoảng từ 4-6 tuần. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, xảy ra độ lệch lớn trong trường hợp của VCB và ACB. Độ lệch tạm thời có thể được gây ra bởi các nguồn quỹ khác nhau giữa hai ngân hàng. Với đặc điểm là ngân hàng tư nhân, ACB rất khó có khả năng được hưởng những nguồn tài chính chi phí thấp. Hoàn toàn có thể hiểu được vì sao *người khổng lồ* trong nhóm gần 50 ngân hàng



(a) VCB & ACB



(b) Citibank & Standard Chartered



(c) VCB & Citibank

Hình 8.3: VNIBOR

thương mại cổ phần tư nhân lại có phản ứng hoàn toàn khác so với VCB trong cùng các điều kiện thị trường.

Trong cặp Citibank và Standard & Chartered Bank, cả hai đều ở tầm quốc tế, sự khác biệt chỉ còn rất nhỏ. Ngoại trừ trường hợp Standard & Chartered Bank kém năng động hơn Citibank trên thị trường, bao gồm cả thị trường liên ngân hàng, họ có vẻ như tìm được sự nhất trí trong việc xác định VNIBOR, đồ thị 8.3. Điểm này có thể được xác định chính xác cùng với các số liệu về mức lãi suất giữa hai ngân hàng, bảng 8.14.

Bảng 8.14: Hệ số tương quan ma trận VNIBOR

	ACB	ABN	CITI	VCB	BIDV	DB	HSBC	SC
ACB	1	0,7027	0,7333	0,7099	0,7634	0,8125	0,7780	0,6908
ABN	0,7027	1	0,9556	0,9554	0,8836	0,8877	0,9641	0,9255
CITI	0,7333	0,9556	1	0,9664	0,9200	0,9374	0,9756	0,9356
VCB	0,7099	0,9554	0,9664	1	0,9016	0,9031	0,9586	0,9328
BIDV	0,7634	0,8836	0,9200	0,9016	1	0,9452	0,9108	0,8293
DB	0,8125	0,8877	0,9374	0,9031	0,9452	1	0,9273	0,8631
HSBC	0,7780	0,9641	0,9756	0,9586	0,9108	0,9273	1	0,9396
SC	0,6908	0,9255	0,9356	0,9328	0,8293	0,8631	0,9396	1

Chuyển động đồng điệu cũng được tìm thấy trong trường hợp của VCB và Citibank với vai trò là đại diện của hai hệ thống ngân hàng tại Việt Nam, một trong nước và một quốc tế. Phản ứng của họ trước những thay đổi của thị trường thể hiện qua VNIBOR khá giống nhau. Hai đường diễn biến hầu như giống hệt nhau vào hầu hết các khoảng thời gian được minh họa. Các độ lệch khi xuất hiện hầu như đều được điều chỉnh ngay lập tức. Nhìn chung, tất cả các độ lệch chuẩn đều không đáng kể, và xuất hiện trong một khoảng thời gian ngắn. Nên lưu ý rằng VCB là ngân hàng duy nhất có thể được coi là đạt tiêu chuẩn khu vực trong hệ thống ngân hàng (mạnh nhất về vốn) và là ngân hàng lâu đời nhất ở Việt Nam.

Bảng 8.14 cung cấp cái nhìn toàn cảnh hơn về các mức lãi suất liên ngân hàng và những chuyển động đồng thời giữa các ngân hàng. Mặc dù có vẻ như tương quan về giá giữa các ngân hàng tương đối cao, nhưng hầu hết các ngân hàng nước ngoài đạt được sự thống nhất hầu như tuyệt

đối về xu hướng lợi nhuận. Trong khi đó, các ngân hàng trong nước lại tạo ra những khác biệt lớn hơn. ACB có lẽ là ngân hàng bị lệch nhiều nhất so với xu hướng chung của các ngân hàng lớn, bao gồm hai người khổng lồ của Nhà nước là VCB và BIDV.

Trong thảo luận về thị trường liên ngân hàng và VNIBOR này, với vai trò là một loại giá - giá của việc đi vay vốn, chúng ta đã xem xét quá trình tạo giá trên thị trường tiền tệ. Biến động lãi suất đã dần dần ảnh hưởng đến nền kinh tế nhiều hơn đầu những năm 1990.

Các nghiệp vụ thị trường liên ngân hàng và số liệu về VNIBOR ngày càng phản ánh tốt hơn những thay đổi về điều kiện tài trợ vốn của rất nhiều tổ chức tài chính, đặc biệt là với sự tham gia năng động của các ngân hàng nước ngoài. Là một phần quan trọng liên quan tới mức vốn của các ngân hàng, VNIBOR đóng vai trò tham khảo đối với các sản phẩm tài chính bán buôn và bán lẻ.

Lãi suất

Lãi suất được định nghĩa là chi phí vốn mà người sử dụng quỹ trả cho người chủ sở hữu nhằm đền bù cho thời gian không được sử dụng quỹ và rủi ro liên quan. Khái niệm này chưa thực sự được áp dụng trên thị trường tài chính Việt Nam.

Trước năm 2000, Ngân hàng Nhà nước quy định giá trần mà các ngân hàng không được phép vượt qua, nếu không sẽ phải chịu phạt. Vào năm 2000, Ngân hàng Nhà nước ban hành một phương pháp kiểm soát mới, ít trực tiếp hơn nhưng về bản chất là tương tự. Ngân hàng Nhà nước thông báo một mức “lãi suất cơ sở” và những giới hạn dao động định kỳ. Các ngân hàng thương mại được phép xây dựng chính sách lãi suất của riêng mình làm sao để lãi suất vẫn nằm trong giới hạn dao động như quy định.

Vấn đề chủ yếu đối với việc này là Ngân hàng Nhà nước chỉ cho phép những biên độ dao động rất nhỏ xung quanh mức lãi suất cơ sở vốn đã nhỏ sẵn. Ví dụ, tại lãi suất cơ sở là 0,5%/tháng đối với VND, và biên độ là 0,5%/tháng, thì mức lãi suất tối đa mà ngân hàng có thể đạt được chỉ là 1%/tháng. Tương tự, mức cơ bản cho USD là SIBOR và LIBOR/năm cộng 2,5%. Như vậy 2,5% là mức tối đa bồi thường cho tiền của các ngân hàng, không quan tâm đến giao dịch lâu đến thế nào và rủi ro ra sao.

Kể từ Quyết định 1627 năm 2001, mức lãi suất cơ sở đã không còn thích hợp, do đó, nó chỉ có tác dụng tham khảo. Tuy nhiên, trong kinh doanh vẫn có rất ít thay đổi. Các ngân hàng có xu hướng vẫn quy định lãi suất trong khoảng tương tự như trước. Các quyết định cho vay chỉ là có hoặc không, không xét đến mức lãi suất đối với các loại rủi ro cao hay thấp như thế nào.

Góc nhìn so sánh về các mức lãi suất

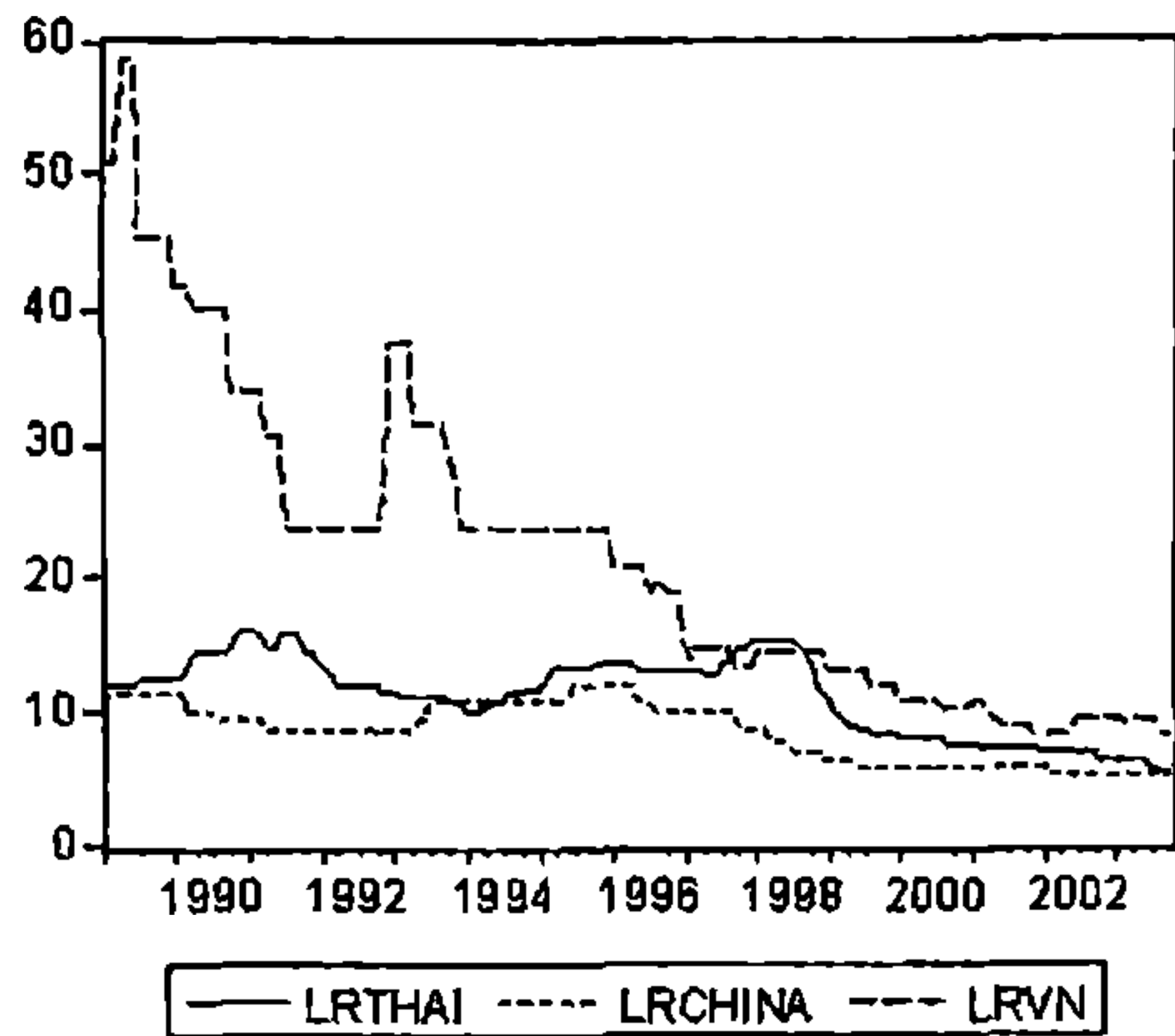
Việc thu thập được các số liệu hoàn chỉnh về lãi suất để phân tích là rất khó khăn. Chúng tôi đã rà lại hàng loạt các nghiên cứu và báo cáo mà không thể thu thập được hết số liệu. Những số liệu sử dụng trong phân tích này là kết hợp từ các tài liệu nghiên cứu kinh tế quốc tế của IMF, dữ liệu tự tổ chức của chúng tôi và một số các điều chỉnh nhỏ để thống nhất các số liệu.

Trong phần này, các mức lãi suất của Việt Nam sẽ được so sánh với một số nền kinh tế, vì vậy, quý độc giả có thể thấy được sự khác biệt rõ ràng hơn. Những nền kinh tế được lựa chọn để so sánh là Hoa Kỳ, Liên minh châu Âu, Thái Lan và Trung Quốc (là nước láng giềng có các điều kiện chính trị - xã hội gần giống với Việt Nam). Biểu đồ trong hình 8.4 và 8.5 cho thấy xu hướng của lãi suất cho vay, cả 2 biểu đồ đều bao gồm cả mức lãi suất của Việt Nam - trọng tâm để phân tích so sánh.

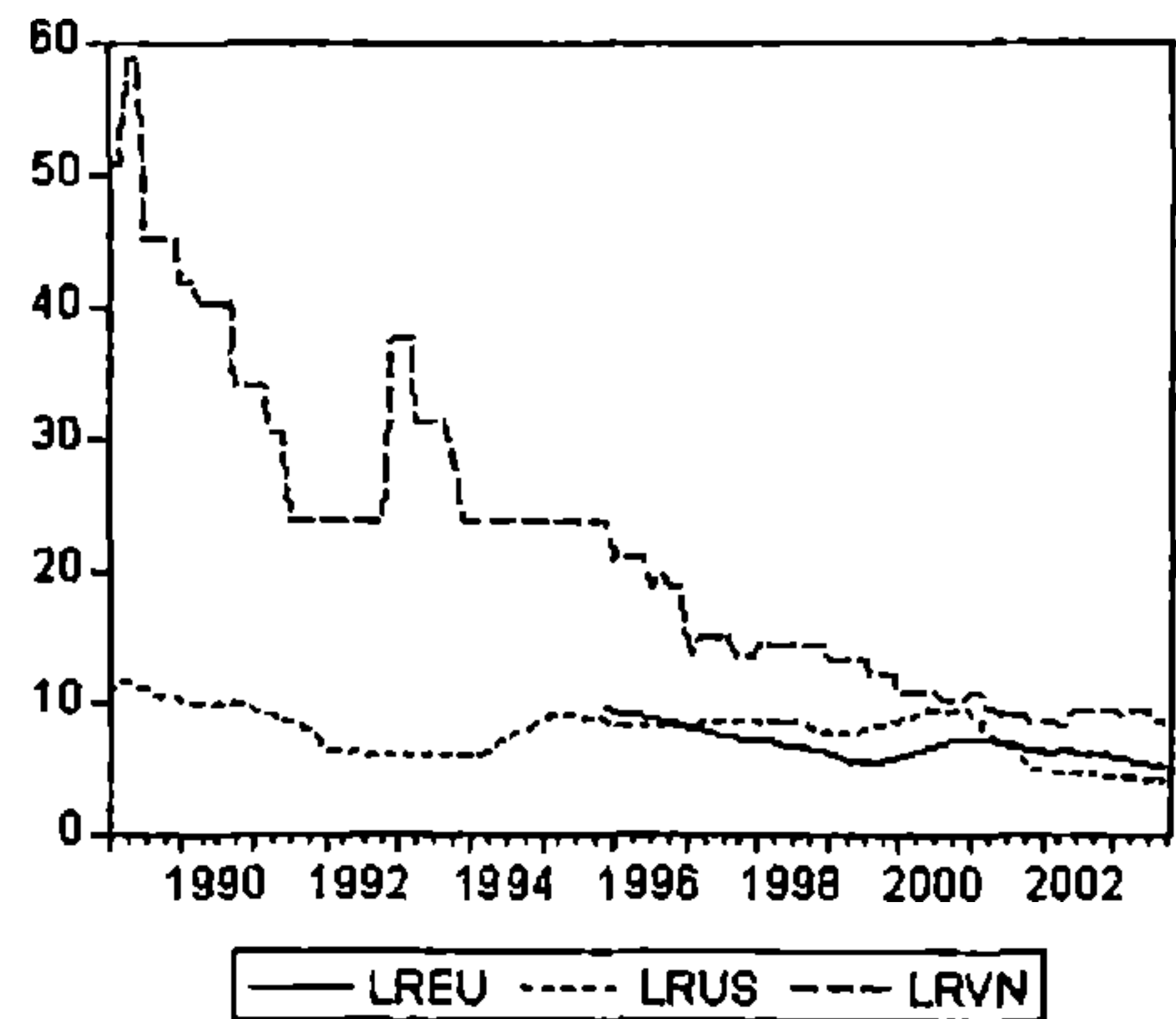
Trong hình 8.4, có một số điểm đáng lưu ý. Chỉ trong trường hợp của Việt Nam, lãi suất quy đổi hàng năm mới bị “thối phồng” lên mức rất cao từ 50-60%/năm trong 6 tháng đầu năm 1989. Giai đoạn này được coi là giai đoạn khủng hoảng tài chính trầm trọng ở Việt Nam trong lịch sử kinh tế đương đại với lạm phát cực kỳ cao, cắt giảm viện trợ đột ngột từ khối các nước xã hội chủ nghĩa, mất các thị trường xuất khẩu truyền thống, v.v..

Theo hình 8.5, thời kỳ lãi suất cao của Việt Nam kéo dài cho đến tận giữa năm 1991. Trong thời kỳ này, mức lãi suất chạy từ 30-60%/năm. Không giống như Việt Nam, Trung Quốc và Thái Lan không phải trải qua những rắc rối này. Lãi suất của họ, mặc dù theo thời gian có thay đổi, nhưng chưa bao giờ dao động dữ dội như ở Việt Nam.

Liên quan đến cuộc khủng hoảng tài chính - tiền tệ nổ ra ở Thái Lan giữa năm 1997, chúng tôi đã quan sát được xu hướng lãi suất thấp hơn ở ba quốc gia. Tuy nhiên, trên thực tế xu hướng lãi suất giảm ở Việt Nam



Hình 8.4: So sánh lãi suất cho vay thương mại
Việt Nam: LRVN; Trung Quốc: LRCHINA; Thái Lan: LRTHAI



Hình 8.5: So sánh lãi suất cho vay thương mại
Việt Nam: LRVN; Hoa Kỳ: LRUS; EU: LREU

đã xảy ra trước cả khi khủng hoảng nổ ra thực sự ở Thái Lan. Trong ba nền kinh tế này, Trung Quốc có vẻ ổn định nhất, có lẽ do có sự can thiệp rất lớn của các cơ quan chính phủ, như ngân hàng trung ương và bốn ngân hàng thương mại nhà nước. Rất có thể do những chính sách tài chính nghiêm ngặt này xuyên suốt thập kỷ 1980-1990 mà lãi suất của Trung Quốc đã được giữ ổn định giả tạo, mặc dù các ngân hàng cũng gặp phải nợ xấu và không đòi được nợ như ở Việt Nam.

Trong hình 8.5, đường biểu diễn lãi suất của khu vực EU rất ngắn, chỉ bắt đầu từ năm 1996, cho thấy sự thật rằng nếu không gặp phải siêu lạm phát vào đầu những năm 1990, thì mức lãi suất cho vay của Việt Nam cũng vẫn cao hơn so với các nền kinh tế phát triển hơn khác, trong trường hợp này là Hoa Kỳ và Liên minh châu Âu. Tình hình chỉ thay đổi khi nền kinh tế Việt Nam bắt đầu nhận thấy ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính - tiền tệ châu Á (với độ trễ về thời gian), dẫn tới hoạt động kinh doanh chậm chạp và hoạt động không hiệu quả của các ngân hàng. Lãi suất bắt đầu giảm đi nhiều, mặc dù vẫn trong độ lệch dễ nhận thấy. Trong thời kỳ này, nền kinh tế có nhiều tháng gặp phải giảm phát.

Bảng 8.15: Thống kê lãi suất cho vay

	Trung Quốc	EU	Thái Lan	Hoa Kỳ	Việt Nam
Trung bình	8,546	6,791	11,256	7,747	21,578
Trung vị	8,640	6,610	12,000	8,250	21,000
Cực đại	12,060	9,590	16,250	11,500	58,900
Cực tiểu	5,310	5,240	5,500	4,000	8,460
Độ lệch chuẩn	2,294	1,101	3,021	1,838	11,987
Skewness	-0,113	0,781	-0,301	-0,355	1,033
Kurtosis	1,544	2,899	1,854	2,416	3,516
Số quan sát	178	95	178	178	178

Bảng 8.15 và 8.16 cung cấp những số liệu tổng kết về các mức lãi suất của 5 nền kinh tế vừa bàn luận ở trên. Số liệu càng củng cố thêm những gì đã thấy qua đồ thị. Hai nước đang phát triển là Việt Nam và Thái Lan có lãi suất cho vay trung bình cao hơn, sau đó là Trung Quốc. Lãi suất ở Hoa Kỳ và Liên minh châu Âu thấp hơn. Nước có mức lãi suất thấp nhất là Hoa Kỳ với 4,00%, còn Việt Nam có mức cao nhất lên đến 8,46%.

Nơi có mức lãi suất ít dao động nhất là châu Âu với độ lệch chuẩn là 1,01%, còn kỷ lục thuộc về Việt Nam với 12%.

Bảng 8.16: Thống kê lãi suất tiền gửi

	Trung Quốc	EU	Thái Lan	Hoa Kỳ	Việt Nam
Trung bình	6,736	3,151	7,966	5,063	14,655
Trung vị	7,560	3,250	9,500	5,410	15,790
Cực đại	11,340	4,930	15,500	10,090	41,053
Cực tiểu	1,980	1,730	1,000	1,040	3,540
Độ lệch chuẩn	3,563	0,686	4,019	2,094	8,937
Skewness	-0,137	-0,016	-0,259	-0,017	0,805
Kurtosis	1,495	2,689	1,876	2,695	3,049
Số quan sát	178	95	178	178	178

Mặt khác, bảng 8.16 đưa ra số liệu về lãi suất tiền gửi, so sánh giữa các nền kinh tế. Tình huống tương tự giống với lãi suất cho vay trong bảng 8.15. Tiếp theo, bảng 8.17 cho thấy xu hướng chuyển động tương tác giữa các mức lãi suất của các nền kinh tế. Việt Nam và Trung Quốc có diễn biến rất gần nhau, mặc dù cuối những năm 1980 ở Việt Nam đã xảy ra khủng hoảng.

Bảng 8.17: Hệ số tương quan lãi suất cho vay

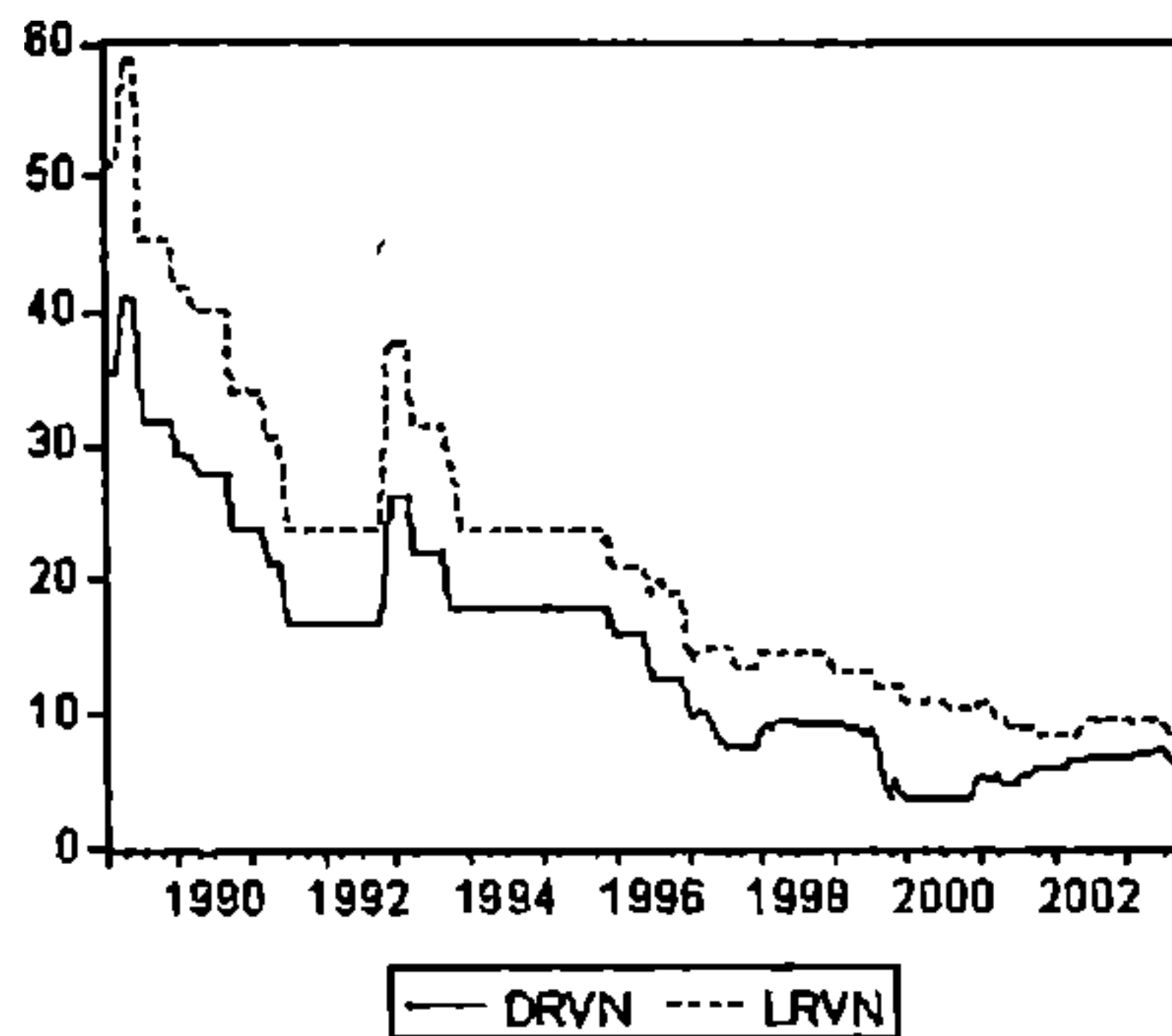
	Trung Quốc	EU	Thái Lan	Hoa Kỳ	Việt Nam
Trung Quốc	1	0,888749	0,820207	0,482543	0,913484
EU	0,888749	1	0,660579	0,501829	0,805648
Thái Lan	0,820207	0,660579	1	0,599855	0,808939
Hoa Kỳ	0,482543	0,501829	0,599855	1	0,542964
Việt Nam	0,913484	0,805648	0,808939	0,542964	1

Khi đã có cái nhìn tương đối toàn cảnh về lãi suất ở một số nền kinh tế thời kỳ 1989-2003, chúng ta bắt đầu nghiên cứu sâu hơn về mối liên hệ giữa lãi suất tiền gửi và lãi suất cho vay dưới đây.

Về lãi suất tiền gửi ở Việt Nam

Theo lý thuyết, lãi suất tiền gửi và lãi suất cho vay liên quan nhiều tới nhau. Lãi suất tiền gửi là yếu tố quan trọng nhất đóng góp vào chi phí

tài chính của một ngân hàng ở Việt Nam. Vì vậy, hướng dịch chuyển của nó nên được phản ánh trong hướng dịch chuyển của lãi suất cho vay.



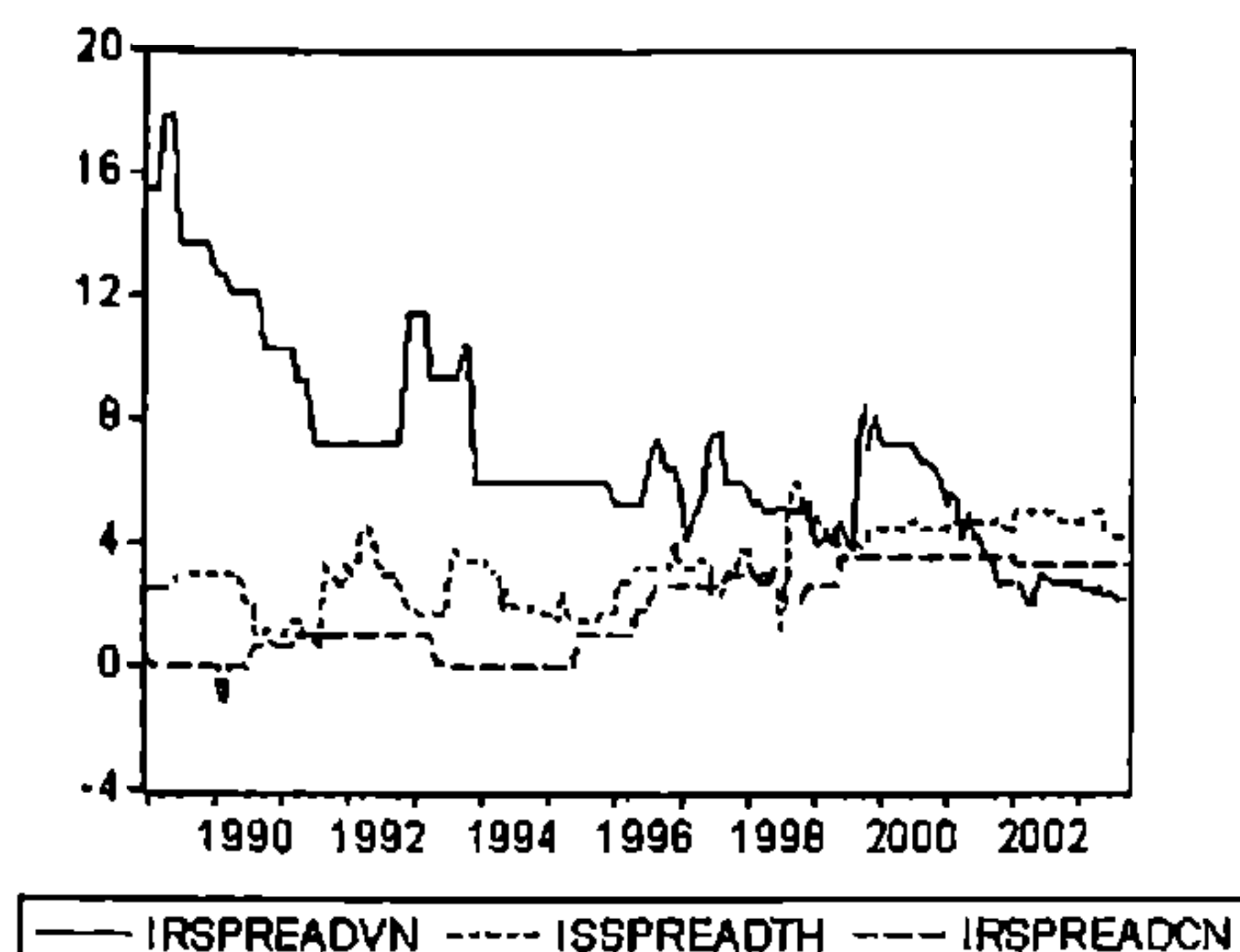
Hình 8.6: Dịch chuyển lãi suất trong thời kỳ 1990-2002

Lãi suất cho vay: LRVN; Lãi suất tiền gửi: DRVN

Kinh tế học kinh doanh thừa nhận rằng lãi suất cho vay đã tính đến ảnh hưởng của các chi phí vốn như lạm phát, do vậy, cần thực dương để giúp các tổ chức tài chính, như ngân hàng, sống sót.

Nhưng đây chỉ trở thành vấn đề thực sự sau cải cách ngân hàng ở Việt Nam diễn ra đầu những năm 1990. Trên thực tế, trước Đổi Mới, một thời gian rất dài không tồn tại mối liên hệ giữa chi phí vốn và lãi suất cho vay. Đơn giản là vì sự chối bỏ các quan niệm tài chính tư bản cơ sở trong một nền kinh tế kế hoạch hóa tập trung cao độ, nơi quan niệm chi phí tồn tại với mục đích duy nhất là hoàn thành chỉ tiêu.

Rõ ràng, trong thời kỳ 1990-2002 (hình 8.6), lãi suất cho vay và lãi suất tiền gửi đều có xu hướng tăng trưởng âm. Việc giảm lãi suất có thể coi là do một số nguyên nhân chính. Thứ nhất, lạm phát đã được bình ổn, thậm chí lạm phát còn âm (giảm phát) trong thời kỳ hậu khủng hoảng tiền tệ 1999-2000. Mặt khác, Chính phủ đã nới lỏng nhiều giới hạn nhằm đối phó với nhu cầu tín dụng do kinh tế liên tục tăng trưởng của Việt Nam. Có thể quan sát thêm độ chênh lệch lãi suất.



Hình 8.7: So sánh khoảng cách lãi suất

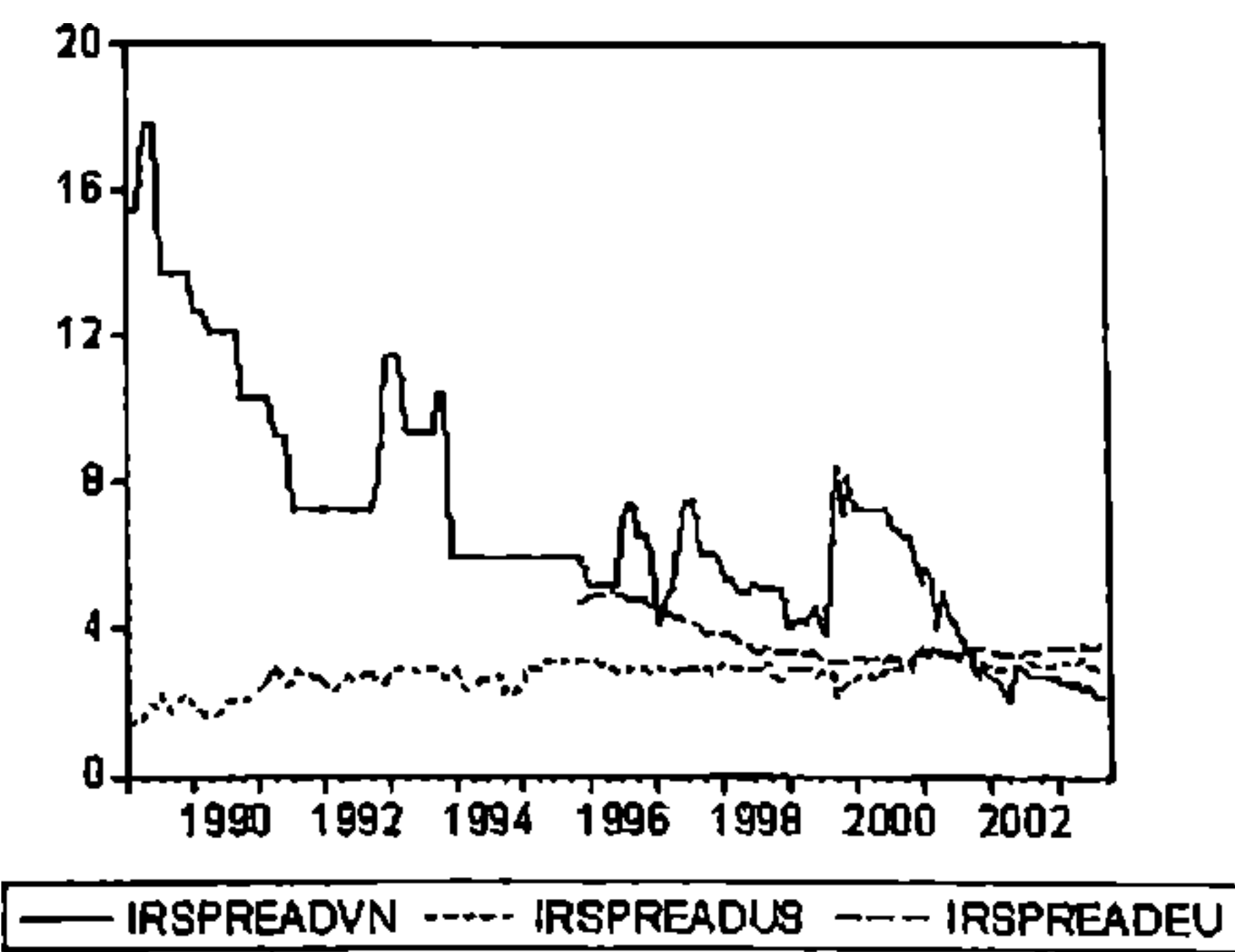
Việt Nam: IRSPREADVN; Thái Lan: IRSPREADTH; Trung Quốc: IRSPREADCN

Trong đồ thị 8.7, độ chênh lệch giữa hai loại lãi suất giảm dần đáng kể theo thời gian. Ngược lại, độ chênh lệch này giữa Thái Lan và Trung Quốc vẫn tương đối ổn định và thậm chí còn tăng lên chút ít sau cuộc khủng hoảng tài chính - tiền tệ châu Á. Độ chênh lệch ở Việt Nam còn thuộc mức thấp trong 3 nước. Độ chênh lệch ở Hoa Kỳ và Liên minh châu Âu cũng ổn định theo thời gian (hình 8.8).

Cả đồ thị 8.7 và 8.8 cùng cho thấy rằng mức độ chênh lệch của Việt Nam vượt các nền kinh tế khác ở năm 2001. Các kỷ lục về trung bình, trung vị, mức cao nhất và độ phân tán đều thuộc về Việt Nam. Độ phân tán khỏi mức bình quân cao hơn khá nhiều so với các quốc gia khác, hầu hết do nguyên nhân là chính sách lãi suất trong cuộc khủng hoảng những năm 1990 và chiến dịch chống lạm phát, trong đó Chính phủ Việt Nam đã được cộng đồng quốc tế ca ngợi vì có những biện pháp hiệu quả.

Hệ thống ngân hàng vẫn tiếp tục phát triển cùng sự tiến bộ của xã hội loài người với vai trò và ảnh hưởng ngày một quan trọng và sâu sắc hơn. Lịch sử thế giới đương đại đang chứng kiến những biến cố lớn về kinh tế, chính trị và xã hội với căn nguyên sâu xa bắt đầu từ những trục trặc của hệ thống ngân hàng quốc tế. Các phần nội dung tiếp theo giới thiệu những nguyên lý vận hành căn bản của hệ thống ngân hàng. Từ

đó, phần nào kiến giải cùng độc giả bản chất diễn biến phức tạp trên các thị trường tài chính - tín dụng toàn cầu trong năm 2008. Đây cũng là nền tảng để tiếp tục quan sát và dự báo những biến chuyển kinh tế Việt Nam và thế giới trong giai đoạn tiếp theo.



Hình 8.8: So sánh khoảng cách lãi suất
Việt Nam: IRSPREADVN; EU: IRSPREADEU; Hoa Kỳ: RSPREADUS

Chương 9

Tài sản và thị trường

Khái niệm tài sản và tích lũy của cải ra đời ghi nhận bước đột phá mới trong nền kinh tế Việt Nam. Trước Đổi Mới, tính *kế hoạch* thể hiện rõ ràng trong từng mắt xích sản xuất - phân phối - tiêu dùng. Điều này có nghĩa là số lượng, giá cả đều được qui định sẵn từ cấp kế hoạch cao nhất, và tiếp tục phân bổ xuống cấp thấp hơn, cho tới tận người tiêu dùng cuối cùng. Trong điều kiện khan hiếm hàng hóa, xu hướng tích trữ phát triển nhưng phổ biến ở hành vi của từng cá thể và tập trung ở nhóm hàng tiêu dùng, giải quyết nhu cầu sinh hoạt thiết yếu. Trao đổi hàng hóa phần nhiều thực hiện theo công thức 'hàng - hàng' và có tính không chính thống. Chỉ sau khi có những thay đổi trong nhận thức điều hành và quản lý kinh tế, công nhận sự hoạt động khách quan của các qui luật cung - cầu - giá, các hành vi giao dịch vi mô mới bắt đầu được ghi nhận gắn liền với các khái niệm mới về *tài sản* và *thị trường*.

Chương này đề cập tới bốn loại tài sản có ảnh hưởng rộng lớn tới hệ thống kinh tế - tài chính của Việt Nam: đồng Việt Nam, vàng, đôla Mỹ và bất động sản. Đây vốn dĩ là những tài sản luôn nhận được nhiều sự quan tâm nhất của đông đảo người dân Việt Nam. Trong giai đoạn chuyển đổi sang kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa, giao dịch các tài sản này ngày một phát triển mạnh mẽ hơn. Các thị trường chuyên biệt với từng loại tài sản dần được hình thành, chuyển từ chỗ hoạt động chưa chính thức, tản mát tới tập trung, chuyên nghiệp và quan trọng hơn cả là được giám sát, bảo hộ theo pháp luật.

9.1 Tiền đồng Việt Nam

Đồng Việt Nam là đơn vị tiền tệ chính thức của nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam, do Ngân hàng Nhà nước Việt Nam phát hành. Ký hiệu của đồng Việt Nam là 'đ', mã quốc tế là 'VND'. Đồng Việt Nam ban đầu có các đơn vị nhỏ hơn là hào (1 đồng = 10 hào) và xu (1 đồng = 10 hào = 100 xu). Sau này, do có giá trị nhỏ nên hai đơn vị xu và hào không còn được sử dụng nữa. Ngày nay, đồng Việt Nam được phát hành bằng tiền giấy và tiền kim loại. Tiền giấy có các loại mệnh giá 500đ, 1.000đ, 2.000đ, 5.000đ, 10.000đ, 20.000đ, 50.000đ, 100.000đ, 200.000đ, và 500.000đ. Tiền kim loại có các mệnh giá: 200đ, 500đ, 1.000đ, 2.000đ, và 5.000đ. Luật pháp Việt Nam quy định, tiền giấy và tiền kim loại là *phương tiện thanh toán pháp quy không giới hạn* nghĩa là người ta bắt buộc phải chấp nhận khi nó được dùng để thanh toán cho một khoản nợ xác lập bằng VND với mọi số lượng, mệnh giá.

Đồng Việt Nam làm tốt chức năng thanh toán. Mặc dù giá cả tiêu dùng tăng cao và đã có những lần đổi tiền, nhưng tiền đồng luôn được sử dụng rộng rãi trong các giao dịch kinh tế, ngoại trừ một số trường hợp đặc biệt được cho phép. Vào tháng 3/2008, Thủ tướng Chính phủ Nguyễn Tấn Dũng cho phép Tập đoàn tài chính Morgan Stanley sử dụng đồng USD để mua 10% vốn cổ phần (tương đương 50 triệu cổ phần) của Tổng công ty Tài chính Cổ phần Dầu khí.

Tuy nhiên trên thị trường, việc ghi nhận giá trị thanh toán bằng ngoại tệ, chủ yếu là USD, và thanh toán thực tế bằng đồng Việt Nam qui đổi theo tỷ giá hối đoái cũng phổ biến trong các giao dịch kinh tế có giá trị cao. Và có những lúc cơ quan quản lý không có động thái can thiệp đủ quyết liệt đối với tình trạng này, nhất là vào lúc thị trường gặp nhiều khó khăn về thanh khoản và tỷ giá VND/USD tăng cao gây nhiều bức xúc cho các doanh nghiệp xuất nhập khẩu. Cá biệt có trường hợp, giao dịch được yêu cầu thực hiện bằng ngoại tệ như các hãng tàu vận tải quốc tế tự ý áp dụng thu cước phí bằng USD vào tháng 6/2008.

Đồng Việt Nam thể hiện không rõ chức năng phương tiện tích trữ giá trị. Hiếm thấy lượng tiền mặt lớn được giữ thường xuyên tại các hộ gia đình. Trải qua những đợt biến động của đồng tiền Việt Nam trong lịch sử, với người dân vẫn còn tồn tại tâm lý lo ngại lạm phát và mất

giá của đồng nội tệ. Điều này thể hiện phần nào qua tỷ lệ tiền gửi bằng USD lớn dần lên so với tiền đồng tại ngân hàng (tham khảo bảng 9.1 với dữ liệu tại một trong những ngân hàng có qui mô và uy tín hàng đầu Việt Nam). Tiền gửi bằng đồng Việt Nam chủ yếu để giải quyết nhu cầu cất giữ an toàn với lượng tiền có kế hoạch sử dụng ngắn hạn. Phần đông người quan tâm tới tiền lãi từ các khoản tiền gửi bằng đồng Việt Nam là ở nhóm hưu trí hoặc công chức nhà nước đã nhiều năm công tác. Khi cần tích trữ tài sản dài hạn, vàng và USD, đôi khi là bất động sản, dần dần có thêm chứng khoán, mới là các lựa chọn của đông đảo công chúng.

Bảng 9.1: Tỷ lệ tiền gửi VND/USD tại Vietcombank

	2007	2006	2005
Tiền gửi không kỳ hạn	78%	79%	76%
Tiết kiệm không kỳ hạn	57%	36%	23%
Tiền gửi có kỳ hạn	347%	1079%	203%
Tiết kiệm có kỳ hạn	74%	54%	47%
Vốn chuyên dùng	134%	75%	53%

Nguồn: Báo cáo thường niên Vietcombank

9.1.1 Lãi suất

Cơ chế lãi suất của Việt Nam dần dịch chuyển từ kế hoạch hóa tập trung, tách biệt với mặt bằng lãi suất của kinh tế thế giới sang điều chỉnh linh hoạt, từng bước tự do hóa, hội nhập với hệ thống tài chính toàn cầu. Cơ chế điều hành lãi suất có những thay đổi căn bản kể từ sau khi hệ thống ngân hàng hai cấp được thiết lập.

Trần lãi suất được điều hành linh hoạt trong thời kỳ từ 1996 đến tháng 7/2000. Ngân hàng Nhà nước cũng bước đầu thực hiện tự do hóa lãi suất huy động. Thay thế cho khung lãi suất tối thiểu về tiền gửi và tối đa về tiền vay, Ngân hàng Nhà nước chỉ quy định các mức lãi suất “trần” theo thời hạn cho vay và khống chế chênh lệch giữa lãi suất cho vay với lãi suất huy động vốn bình quân ở mức 0,35%/tháng (tương đương 4,2%/năm). Quy định này nhằm khắc phục tình trạng hầu hết

các ngân hàng thương mại đều có mức lợi nhuận cao trong khi doanh nghiệp đang gặp nhiều khó khăn do biến động kinh tế khu vực. Tới cuối tháng 1/1998, qui định chênh lệch lãi suất được xóa bỏ, chỉ giữ lại qui định trần lãi suất cho vay.

Song hành với nới lỏng kiểm soát lãi suất, Ngân hàng Nhà nước liên tục điều chỉnh trần lãi suất cho vay theo hướng giảm ngưỡng trần và mức khống chế, đặc biệt trong hai năm 1998-1999. Lãi suất tái cấp vốn được điều chỉnh giảm để phù hợp với chỉ số lạm phát, quan hệ cung - cầu vốn trên thị trường và thực hiện giải pháp kích cầu của Chính phủ. Lãi suất tái cấp vốn năm 1997 là 1,1%/tháng, giảm xuống còn 0,7%/tháng từ ngày 4/9/1999.

Các nghiệp vụ chiết khấu và tái chiết khấu giấy tờ có giá cho ngân hàng thương mại cũng được đưa vào sử dụng để bổ sung thêm công cụ điều chỉnh lãi suất. Lãi suất tái chiết khấu được qui định ở mức thấp hơn 0,05%/tháng so với lãi suất tái cấp vốn. Từ tháng 7/2000, nghiệp vụ thị trường mở được áp dụng với lãi suất hình thành qua các phiên giao dịch.

Bảng 9.2: Mức lãi suất dương và lạm phát giai đoạn 1996-2000

	1996	1997	1998	1999	2000	6/2008 (*)
Mức lãi suất dương (%)	5,4	6,3	1	5,4	5,05	-6
Lãi suất dương/lạm phát (%)	120	175	12	5350	6000	-30

Nguồn: Vụ Tài chính tiền tệ, Bộ Kế hoạch Đầu tư, 2008. () Số ước tính*

Cơ chế trên đã góp phần duy trì tăng trưởng kinh tế, kiểm soát lạm phát, ổn định sức mua của đồng Việt Nam trong tương quan với các đồng tiền trong khu vực vào lúc khủng hoảng tiền tệ xảy ra. Mức lãi suất dương được duy trì trong suốt 5 năm từ 1996 đến 2000. Nguyên nhân thiếu phát của những năm này được lý giải qua tỷ lệ cao giữa lãi suất dương và lạm phát (Lý, 2008: [60]). Ngoại trừ năm 1998 (11,6%), thời điểm vừa xảy ra khủng hoảng khu vực, tỷ lệ này rất cao trong hai năm 1999 và 2000 - tới trên 5.000 và 6.000 phần trăm.

Cơ chế điều hành lãi suất với một mức cơ bản kèm biên độ dao động được Ngân hàng Nhà nước áp dụng kể từ tháng 8/2000 thay cho cơ chế

lãi suất trần. Hai chỉ tiêu này được công bố chính thức định kỳ hàng tháng và điều chỉnh kịp thời trong trường hợp cần thiết. Đối với lãi suất cho vay bằng ngoại tệ, về cơ bản, các ngân hàng thương mại, các tổ chức tín dụng được ấn định lãi suất cho vay trên cơ sở lãi suất thị trường quốc tế và cung cầu vốn trong nước của từng loại ngoại tệ. Đây là nền tảng cho việc xác định điểm cân bằng tỷ giá theo luật ngang giá sức mua - PPP, từ đó, hình thành một cơ chế tự điều chỉnh (2003: [117]).

Đến tháng 5/2001, Ngân hàng Nhà nước từng bước chuyển sang áp dụng hình thức cho vay bằng ngoại tệ. Và kể từ sau tháng 5/2002, cơ chế lãi suất thỏa thuận được áp dụng trong hoạt động tín dụng.

Trước sự vận động bất lợi của thị trường chứng khoán và lạm phát tăng cao ngay từ đầu năm 2008, Ngân hàng Nhà nước thực thi chính sách thắt chặt tiền tệ, sử dụng đồng thời các công cụ lãi suất và hoạt động thị trường mở. Từ giữa tháng 1/2008, dự trữ bắt buộc đã tăng thêm 1% với tiền gửi nội tệ và ngoại tệ từ không kỳ hạn tới dưới 12 tháng. Lãi suất tái cấp vốn cũng tăng gấp hai lần trong khoảng thời gian từ tháng 1 đến tháng 6/2008 (10/6/2008: 15%/năm). Mức lãi suất chiết khấu so với cuối năm 2007 tăng thêm 8,5%, ở mức 13%/năm kể từ 10/6. Thời điểm này, Ngân hàng Nhà nước điều chỉnh lãi suất cơ bản lên 14%/năm. Với qui chế điều hành cho phép tổ chức tín dụng ấn định lãi suất kinh doanh không vượt quá 150% lãi suất cơ bản, trần lãi suất cho vay lên tới 21%/năm. Đặc điểm đáng chú ý trong giai đoạn các ngân hàng gặp khó khăn thanh khoản này là lãi suất huy động ngắn hạn bằng, thậm chí cao hơn lãi suất huy động dài hạn.

Bảng 9.3: Thống kê điều chỉnh tiền tệ năm 2008

Ngày	Công cụ	Nội dung điều chỉnh	Văn bản quy định
30/11/2007	Lãi suất cơ bản	8,25%/năm	2881/QĐ-NHNN
16/1/2008	Dự trữ bắt buộc	11% (+1%) với tiền gửi nội tệ và ngoại tệ không kỳ hạn và dưới 12 tháng	187/2008/QĐ-NHNN
30/1/2008	Lãi suất tái cấp vốn	7,5%/năm (+ 1%)	306/2008/QĐ-NHNN
	Lãi suất chiết khấu	6%/năm (+ 1,5%)	
1/2/2008	Tỷ lệ dư nợ cho vay chứng khoán	Tổng dư nợ cho vay, chiết khấu giấy tờ có giá để đầu tư và kinh doanh chứng khoán không vượt quá 20% vốn điều lệ của tổ chức tín dụng	03/2008/QĐ-NHNN
1/2/2008	Lãi suất cơ bản	8,75% (tăng 0,5%)	305/2008/QĐ-NHNN
13/2/2008	Tín phiếu bắt buộc	Phát hành 20.300 tỷ đồng tín phiếu bắt buộc, lãi suất 7,8%/năm. Thực hiện từ 17/3	346/QĐ-NHNN
21/2/2008	Nghiệp vụ thị trường mở	Bổ sung 33.000 tỷ đồng vào lưu thông trong vòng 1 tuần	Số thống kê của NHNN
16/5/2008	Qui chế điều hành lãi suất	Tổ chức tín dụng ấn định lãi suất kinh doanh (lãi suất huy động, lãi suất cho vay) bằng đồng Việt Nam không vượt quá 150% lãi suất cơ bản do NHNN Việt Nam công bố	16/2008/QĐ-NHNN
19/5/2008	Lãi suất cơ bản	12%/năm	16/2008/QĐ-NHNN
10/6/2008	Lãi suất cơ bản	14%/năm	1317/QĐ-NHNN
<i>xem tiếp trang sau</i>			

<i>tiếp theo trang trước</i>			
	Lãi suất tái cấp vốn	15%/năm	1316/QĐ-NHNN
	Lãi suất chiết khấu	13%/năm	
26/6/2008	Tín phiếu bắt buộc	Tăng lãi suất tín phiếu bắt buộc (đã phát hành 17/3) lên 13%/năm (+5,5%)	1435/QĐ-NHNN
21/10/2008	Lãi suất cơ bản	13%/năm	2316/QĐ-NHNN
	Lãi suất tái cấp vốn	14%/năm	2318/QĐ-NHNN
	Lãi suất chiết khấu	12%/năm	2318/QĐ-NHNN
	Lãi suất tiền gửi dự trữ bắt buộc	10%/năm (+5%)	2321/QĐ-NHNN
5/11/2008	Lãi suất cơ bản	12%/năm	2559/QĐ-NHNN
	Lãi suất tái cấp vốn	13%/năm (-1%)	2561/QĐ-NHNN
	Lãi suất chiết khấu	11%/năm (-1%)	2561/QĐ-NHNN
	Lãi suất liên ngân hàng	13%/năm (-1%)	2561/QĐ-NHNN
	Dự trữ bắt buộc	10% (-1%) với tiền gửi nội tệ không kỳ hạn và dưới 12 tháng	2560/QĐ-NHNN
		9% (-2%) với tiền gửi ngoại tệ không kỳ hạn và dưới 12 tháng	2560/QĐ-NHNN
21/11/2008	Lãi suất cơ bản	10%/năm (-1%)	2809/QĐ-NHNN
<i>xem tiếp trang sau</i>			

<i>tiếp theo trang trước</i>			
	Lãi suất tái cấp vốn	12%/năm (-1%)	2809/QĐ-NHNN
	Lãi suất chiết khấu	10%/năm (-1%)	2809/QĐ-NHNN
	Lãi suất liên ngân hàng	12%/năm (-1%)	2809/QĐ-NHNN
5/12/2008	Lãi suất cơ bản	10%/năm (-1%)	Công văn 8260/VPCP-KTTH
	Lãi suất tái cấp vốn	11%/năm (-1%)	Công văn 8260/VPCP-KTTH
	Lãi suất chiết khấu	9%/năm (-1%)	Công văn 8260/VPCP-KTTH
	Lãi suất liên ngân hàng	11%/năm (-1%)	Công văn 8260/VPCP-KTTH
22/12/2008	Lãi suất cơ bản	8,5%/năm (-1,5%)	Quyết định số 3161/QĐ-NHNN
	Lãi suất tái cấp vốn	9,5%/năm (-1,5%)	Quyết định số 3159/QĐ-NHNN
	Lãi suất chiết khấu	7,5%/năm (-1,5%)	Quyết định số 3159/QĐ-NHNN
	Lãi suất liên ngân hàng	9,5%/năm (-1,5%)	Quyết định số 3159/QĐ-NHNN

Nguồn: Dan Houtte, Vuong & Partners, www.empirics.net

Năm 2008 chứng kiến sự biến động mạnh của lãi suất với sự điều hành chính sách tiền tệ linh hoạt và uyển chuyển của Ngân hàng Nhà nước. Nghiệp vụ thị trường mở được thực hiện theo cả hai hướng mở rộng và thắt chặt tiền tệ đã không tạo tác động đáng kể nào tới lãi suất. Trong tuần thứ ba của tháng 2/2008, Ngân hàng Nhà nước bổ sung 33.000 tỷ đồng vào lưu thông nhưng các ngân hàng thương mại vẫn tiếp tục tăng lãi suất huy động tiền gửi.¹ Thông báo phát hành 20.300 tỷ đồng tín phiếu bất buộc được đưa ra vào giữa tháng 2/2008 và thực hiện một tháng sau đó. Trong bối cảnh mặt bằng lãi suất đang đi lên, rất khó xác định ảnh hưởng của nghiệp vụ này tới lãi suất. Trong tháng 6/2008, lãi suất huy động của các ngân hàng thương mại tiến gần tới trần lãi suất cho vay (xem bảng 9.3).² Hiệu lực không thật rõ của các nghiệp vụ thị trường mở vào thời kỳ lạm phát gia tăng cho phép đặt ra giả thiết tồn tại *bẫy thanh khoản* trong hệ thống tín dụng. Nếu đúng vậy, điều chỉnh tăng dần các công cụ lãi suất là giải pháp hợp lý và sớm mang lại kết quả bình ổn thị trường tiền tệ.

Kết quả huy động thành công 2 tỷ đồng trái phiếu chính phủ kỳ hạn 2 năm với lãi suất 11%/năm vào cuối tháng 6/2008 là tín hiệu đáng mừng. Mặc dù khối lượng không lớn nhưng dấu hiệu này gợi mở khả năng tiếp tục duy trì các chính sách tiền tệ - tài chính vĩ mô. Lưu ý rằng chỉ hai tuần trước đó, phiên đấu thầu hai loại trái phiếu chính phủ ngày 13/6/2008 có kỳ hạn 2 và 3 năm đã không thu hút được bất kỳ thành viên nào tham gia. Trên thị trường, có tổ chức tài chính sẵn sàng chuyển nhượng lượng trái phiếu đang sở hữu với mức chiết khấu lên tới 40% mệnh giá nhưng vẫn không tìm được đối tác quan tâm.

So với giai đoạn khủng hoảng tiền tệ khu vực 1997-1998, chính sách tiền tệ của Việt Nam trong năm 2008 sử dụng nhiều công cụ hơn và cường độ điều chỉnh dồn dập hơn. Nhằm hỗ trợ các đơn vị kinh doanh vượt qua khó khăn trong bối cảnh khủng hoảng tài chính khu vực, chính sách tiền tệ được mở rộng trong các năm từ 1997 đến 1999. Với mức lãi suất thực dương, các liệu pháp tiền tệ phát huy tác động ổn định kinh

¹Tại Ngân hàng thương mại cổ phần Sài Gòn Hà Nội (SHB), lãi suất huy động điều chỉnh 3 lần chỉ trong vòng 10 ngày và tăng lên 12,5%/năm với kỳ hạn 1 tháng.

²Ngày 30/6/2008, Ngân hàng Kiên Long áp dụng lãi suất huy động tiền đồng cao kỷ lục 20%/năm cho khách hàng gửi tiền kỳ hạn 12 tháng.

tế. Chi phí lãi vay cao kết hợp với tăng giá đầu vào tạo ra áp lực lớn với sự vận hành sản xuất kinh doanh trong năm 2008. Chấp nhận chi phí đầu vào tăng cao, hạn chế mở rộng tín dụng là những dấu hiệu cho thấy hệ thống ngân hàng thương mại cũng gặp khó khăn với vấn đề thanh khoản. Điều này có thể là kết quả của những khoản tín dụng chất lượng thấp đã cung cấp trong thời gian trước, với tỷ lệ không nhỏ dành cho các dự án bất động sản và đầu tư tài chính.

9.1.2 Tỷ giá hối đoái

Thu nhập của nền kinh tế biểu hiện bằng tốc độ tăng trưởng tác động gián tiếp tới tỷ giá thông qua cầu tiền. Khi các điều kiện vĩ mô khác không đổi, giá trị của đồng nội tệ tăng lên khi quốc gia có tốc độ tăng trưởng dương. Tăng trưởng dương làm mở rộng cầu tiền, và với mức cung tiền ngoại sinh, áp lực dư cầu tiền chỉ được giải tỏa khi giá cả chung giảm xuống và tỷ giá tăng lên (Mac Donald, 2000, [65]). Đóng góp của tỷ giá vào tăng trưởng có thể xác định qua mô hình Mundell-Fleming (9.1).

$$Y_t^d = \alpha(s_t - p_t) - \beta r_t \quad (9.1)$$

trong đó, Y_t^d là tổng cầu, s_t là tỷ giá danh nghĩa, p_t là mức giá cả chung và r_t là kỳ vọng của lãi suất thực. Chính sách tiền tệ mở rộng trong mô hình này có khả năng mang lại mức tăng trưởng sản lượng lâu dài.

Để cập tới các thành phần cốt lõi của tăng trưởng kinh tế, sự quan tâm thường tập trung vào giáo dục - đào tạo, tiết kiệm - đầu tư, và năng lực tạo ra hiểu biết mới về công nghệ, phương pháp tổ chức công việc. Lúc này, tỷ giá thực trở thành công cụ tốt nhằm tạo lập các điều kiện thuận lợi, huy động đóng góp tích cực từ các nhân tố trên với khả năng duy trì đồng thời mức độ cạnh tranh của nền kinh tế và tránh các biến động quá đà (Eichengreen, 2008: [29]). Bài học trước tiên và trên hết tại các nền kinh tế Đông Á có tốc độ tăng trưởng cao là luôn giữ tỷ giá ở mức cạnh tranh. Thực tế tại các nền kinh tế này cũng cho thấy, mức độ biến động cao của tỷ giá có ảnh hưởng tiêu cực tới xuất khẩu và đầu tư. Mặc dù chính sách tỷ giá không thể thay thế đội ngũ lao động có kỷ luật, tỷ lệ tiết kiệm cao, hay môi trường khuyến khích đầu tư, nhưng tỷ

giá ổn định cổ vũ việc sắp xếp lại một cách hiệu quả các nguồn lực sản xuất mang lại lợi ích ngay tức thì với năng suất lao động cao hơn.

Chế độ đa tỷ giá, gồm tỷ giá chính thức (còn gọi là phi mậu dịch), tỷ giá kết toán nội bộ, và tỷ giá kiểu hối là cơ chế điều hành quan hệ nội tệ - ngoại tệ đầu tiên được áp dụng trong nền kinh tế Việt Nam, kéo dài 20 năm từ năm 1955 đến năm 1975. Trong giai đoạn 10 năm tiếp theo, tỷ giá được xác định theo *kế hoạch*, hiểu theo nghĩa, tỷ giá được cố định và chỉ điều chỉnh theo các kế hoạch cân đối kinh tế quốc dân của Chính phủ. Tuy vậy, tỷ giá thực tế vẫn tăng lên tới 25 lần trong khoảng thời gian này. Năm 1976, tỷ giá thực tế VND/USD là 4 VND đối 1 USD; tới năm 1981 là 10:1; và vào tháng 5/1985 là 100:1. Cho đến năm 1989, tỷ giá vẫn chủ yếu được dùng như công cụ hạch toán giữa giá trong nước và quốc tế. Tỷ giá chính thức luôn ở mức thấp hơn mức giao dịch trên thị trường.

Trước năm 1989, có hai tỷ giá chính thức được áp dụng tại Việt Nam dành cho các hoạt động ngoại thương và nội thương. Trong năm 1988, hai tỷ giá này có nhiều lần điều chỉnh mạnh, tăng từ 225 VND lên 900 VND đối 1 USD đối với các giao dịch thương mại và từ 368 VND lên 3.500 VND đối 1 USD với các giao dịch kinh tế khác.

Vào năm 1989, trong nỗ lực chuyển đổi hệ thống kinh tế sang cơ chế kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa, tỷ giá có sự điều chỉnh mạnh mẽ. Tỷ giá cố định được nâng lên gần sát với tỷ giá thực tế trên thị trường. Tháng 3/1989, việc áp dụng hai tỷ giá chính thức bị xóa bỏ. Mức tỷ giá chính thức duy nhất được xác định là 4.500 VND đối 1 USD. Cơ chế tỷ giá mới này nhanh chóng mang lại các tác động tích cực tới xuất khẩu và nhiều hoạt động kinh tế khác. Từ đó về sau, chính sách tỷ giá trở thành một công cụ quan trọng được Ngân hàng Nhà nước sử dụng nhằm duy trì tỷ lệ lạm phát thấp và giữ ổn định cho hệ thống tài chính, khuyến khích xuất khẩu, kiểm chế nhập khẩu.

Đầu những năm 1990, mặc dù tỷ giá chính thức được công bố là xác định dựa trên cân bằng cung - cầu ngoại tệ nhưng trên thực tế tỷ giá chính thức luôn thấp hơn tỷ giá thực trong các giao dịch trên thị trường. Để giải quyết tình trạng tỷ giá chính thức không phản ánh đúng các tương tác kinh tế và sự tồn tại của “chợ đen” ngoại tệ, thị trường ngoại tệ chính thức đã được thành lập vào năm 1991 với hai sàn giao dịch tại

thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội. Dựa trên kết quả đấu giá tại hai địa điểm này, Ngân hàng Nhà nước đặt ra mức tỷ giá giao dịch chính thức. Nhằm hạn chế biến động tỷ giá chính thức, biên độ dao động cũng được thu hẹp, giảm từ $\pm 5\%$ xuống còn $\pm 0,5\%$. Tuy nhiên, không lâu sau khi các sàn giao dịch ngoại tệ đi vào hoạt động, tỷ giá chính thức lại tiếp tục ở mức thấp hơn tỷ giá thực trên thị trường. Lý do là vì các giao dịch trên thị trường chính thức luôn chịu sự khống chế của Ngân hàng Nhà nước với lượng mua (hay bán) rất lớn.³

Trong những năm từ 1993 đến 1996, tỷ giá danh nghĩa tiếp tục được giữ ở mức tương đối ổn định. Đây cũng là thời kỳ nền kinh tế Việt Nam có mức lạm phát thấp, do đó, lo ngại về việc đồng Việt Nam được định giá quá cao đã xuất hiện. Nhiều nhà nghiên cứu cho rằng việc định giá đồng Việt Nam vượt giá trị thực từ 20% đến 15% là một nguyên nhân quan trọng gây ra thâm hụt tài khoản vãng lai của thời kỳ này.⁴

Gia tăng qui mô vốn đầu tư nước ngoài, chủ yếu là FDI, và phát triển kinh tế đòi hỏi thị trường ngoại tệ hoạt động mạnh mẽ và hiệu quả hơn, với số lượng ngày một đông đảo các thành phần tham gia giao dịch. Thị trường ngoại tệ liên ngân hàng, do đó, đã được ra đời tháng 9/1994. Tại đó, Ngân hàng Nhà nước vẫn có vị thế quyết định của *người tạo lập thị trường* và xác lập mức tỷ giá chính thức.

Từ năm 1997 đến năm 1999, thâm hụt tài khoản vãng lai ngày một tăng cùng với sụt giảm FDI đã làm tăng áp lực giảm giá đồng Việt Nam. Lúc này, tác động của khủng hoảng tiền tệ cũng buộc nhiều quốc gia láng giềng phá giá đồng nội tệ. Hàng xuất khẩu của Việt Nam đối diện với sức cạnh tranh quyết liệt từ các đối thủ trong khu vực. Bên cạnh đó, chính sách kích cầu nội địa và tiến trình tự do hóa thương mại cũng là những nguyên nhân thúc đẩy giảm giá đồng Việt Nam. Tỷ giá chính thức tăng từ 11.175 VND lên 11.800 VND đối 1 USD vào ngày 16/2/1998, tới ngày 7/8/1998, tiếp tục tăng lên 12.998 VND. Đồng thời, biên độ dao động vốn đã được nới rộng từ 0,5% lên 1% vào tháng 11/1996, tiếp tục tăng lên 5% trong tháng 2/1997 và 10% vào tháng 10/1997. Đến tháng 8/1998, Ngân hàng Nhà nước thu hẹp biên độ xuống 8%.

³Nguyễn Doan Hùng, 1997. "Chính sách tỷ giá trong công cuộc đổi mới kinh tế của Việt Nam". Ngân hàng Nhà nước/GTZ.

⁴Năm 1996, thâm hụt tài khoản vãng lai của Việt Nam tương đương 12% GDP.

Mặc dù đồng Việt Nam đã mất giá tới 16,3%, vẫn có nhiều ý kiến cho rằng tỷ giá chính thức chưa thực sự phản ánh đúng quan hệ cung - cầu ngoại tệ của nền kinh tế. Tại các ngân hàng thương mại, tỷ giá luôn được áp dụng ở sát ngưỡng trần được Ngân hàng Nhà nước cho phép, tức là luôn cao hơn tỷ giá chính thức hình thành trên thị trường liên ngân hàng. Khắc phục tình trạng này, từ ngày 26/2/1999, tỷ giá được xác định theo phương thức mới. Ngân hàng Nhà nước sử dụng mức bình quân tỷ giá liên ngân hàng làm tỷ giá chính thức, đồng thời, biên độ dao động của tỷ giá trong giao dịch giữa các tổ chức tài chính - tín dụng cũng thu hẹp xuống $\pm 0,1\%$. Động thái này được xem như bước ngoặt trong cơ chế điều hành tỷ giá của Việt Nam, tiến gần tới chế độ tỷ giá thả nổi.

Nhằm giảm bớt áp lực về tỷ giá, Việt Nam cũng thực thi các biện pháp kiểm soát ngoại hối chặt chẽ. Trong Nghị định 161/HĐBT, ngày 18/10/1988, mọi tổ chức và cá nhân phải gửi ngoại tệ vào tài khoản ngân hàng, ngoại tệ không dùng đến phải bán cho Nhà nước; và việc chuyển ngoại tệ ra nước ngoài phải được Ngân hàng Nhà nước chấp thuận. Sau này, Nghị định 63/1998/NĐ-CP ngày 17/8/1998 tiếp tục duy trì các điều kiện của Nghị định 161 nhưng có nới lỏng tùy thuộc vào nguồn gốc và đối tượng sở hữu ngoại tệ. Tại Quyết định 173/1998/QĐ-TTg ngày 12/9/1998, tỷ lệ ngoại tệ dư thừa từ hoạt động xuất nhập khẩu bắt buộc phải bán lại cho ngân hàng là 80%, về sau, giảm xuống 50% vào tháng 8/1999. Tới tháng 4/2003, Việt Nam xóa bỏ chính sách bắt buộc bán lại ngoại tệ cho ngân hàng.

Kể từ năm 1999, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam áp dụng chế độ tỷ giá neo vào đồng USD với mức giảm giá từ 1-2% mỗi năm (chủ yếu để xử lý chênh lệch lạm phát hàng năm giữa hai nền kinh tế) hướng tới mục tiêu ổn định tỷ giá hối đoái. Trong hai năm 2006-2007, tỷ giá VND/USD có xu hướng tăng đều đặn. Trong vòng 24 tháng, tỷ giá bình quân ngân hàng tăng từ gần 15.900 VND/USD lên xấp xỉ 16.200 VND/USD, tương đương 1,9% - mức thuận lợi cho môi trường kinh tế vĩ mô. Bốn tháng đầu năm 2008, tỷ giá sụt giảm trên 150 VND/USD, từ 16.100 trong tháng 1/2008 xuống 15.959 vào tháng 4/2008. Đảo chiều bất ngờ của tỷ giá trong hai tháng tiếp theo gây nhiều náo loạn trên thị trường ngoại hối. Trở lại mức 16.000 VND/USD trong tháng 5/2008, tỷ

giá tăng thêm 300 VND/USD ở tháng kế tiếp. Tốc độ tăng gần tới 2% trong một tháng (xem bảng 9.4).

Trên thị trường tự do,⁵ dấu hiệu tăng tỷ giá bắt đầu xuất hiện từ cuối tháng 3/2008 khi chênh lệch với tỷ giá chính thức (do hệ thống ngân hàng công bố theo điều chỉnh và giám sát của Ngân hàng Nhà nước) từ 150-250 VND/USD. Ngày 18/3/2008, phương án giao dịch với tỷ giá thỏa thuận tại các ngân hàng thương mại đã được Vụ Quản lý ngoại hối cân nhắc.

Không chịu sự kiểm soát của một mức cơ bản hay biên độ dao động, tỷ giá áp dụng trên thị trường tự do liên tục tăng lên. Trong tháng 5/2008, tỷ giá đã tới gần sát 18.000 VND/USD. Sang tháng 6/2008, có thời điểm USD bán ra với giá 19.700 VND/USD trước khi lùi dần về mức 18.000 VND/USD vào cuối tháng. Mức thay đổi lớn trong khoảng thời gian ngắn tạo nên trạng thái khan hiếm và khó khăn trong giao dịch chuyển đổi từ đồng Việt Nam sang USD. Tại các địa điểm giao dịch tư nhân, tỷ giá được xác định theo từng lần giao dịch. Mức chênh lệch giữa mua vào và bán ra tương đối lớn, từ 200 đến 300 đồng với một USD. Cá biệt, khảo sát vào ngày 19/6/2008 ghi nhận khoảng cách này lên tới 1.000 đồng.

Trong thời điểm căng thẳng nhất của thị trường ngoại hối, ngày 5/6/2008, tại buổi tiếp tiến sĩ David Fernandez - Kinh tế trưởng của tập đoàn tài chính hàng đầu thế giới Morgan Chase và ông Trần Bắc Hà - Tổng giám đốc Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam, Thủ tướng Nguyễn Tấn Dũng gửi một thông điệp quan trọng tới thị trường tài chính Việt Nam: “Việt Nam không có kế hoạch phá giá đồng nội tệ”.

Với nỗ lực bình ổn thị trường, Ngân hàng Nhà nước đã điều chỉnh tỷ giá bình quân liên ngân hàng tăng 2%, từ 16.139 VND/USD lên 16.461 VND/USD vào ngày 11/6/2008. Trước đó, ngày 6/6/2008, biện pháp giám sát hành chính chặt chẽ được áp dụng nhằm chấm dứt các hoạt

⁵Thị trường chợ đen, tự do bao gồm: các điểm giao dịch ngoại tệ tư nhân, cửa hàng vàng bạc... Theo số liệu của Ngân hàng Nhà nước, tính tới tháng 6/2008, cả nước có 3.591 bàn thu đổi ngoại tệ, trong đó, có 2.294 bàn thu đổi trực tiếp của các tổ chức tín dụng. Trên địa bàn Hà Nội có 921 bàn, trong đó 687 bàn của tổ chức tín dụng. Trên địa bàn thành phố Hồ Chí Minh có 1.219 bàn, trong đó có 645 bàn của tổ chức tín dụng.

Bảng 9.4: Thống kê biến động tỷ giá VND/USD

Ngày	Ngân hàng (thỏa thuận)		Chợ đen	
	Mua vào	Bán ra	Mua vào	Bán ra
28/3/2008			16.165	16.260
25/5/2008				17.150
27/5/2008 (sáng)				17.200
27/5/2008 (trưa)			17.300	17.600
4/6/2008 (sáng)				17.600
4/6/2008 (trưa)				17.700
4/6/2008 (chiều)				17.800
4/6/2008 (tối)			17.800	18.000
6/6/2008			Cấm giao dịch ngoại hối chợ đen	
12/6/2008		17.600		18.000
16/6/2008			17.700	18.000
19/6/2008		19.500	18,700	19.700
20/6/2008	17.500	18.500	18.250	
24/6/2008		18.500		
17/7/2008		16.800		16.805
18/4/2009		17.787		18.160
20/4/2009		17.880	18.200	18.230

Nguồn: www.empirics.net

động trao đổi tự do đồng Việt Nam và USD - không tuân theo tỷ giá quy định và biên độ dao động $\pm 1\%$. Trước áp lực tỷ giá tăng cao, ngày 27/6/2008, Thống đốc Ngân hàng Nhà nước đồng ý nới rộng biên độ giao dịch lên mức $\pm 2\%$. Thị trường ngoại hối dần bình ổn vào tháng 7/2008 khi tỷ giá chính thức do các ngân hàng công bố và tỷ giá giao dịch tự do bắt đầu hội tụ. Ngày 17/7/2008, tỷ giá tự do thậm chí còn thấp hơn tỷ giá giao dịch tại ngân hàng (xem hình 1.6). Đến ngày 6/11/2008, Thống đốc Ngân hàng Nhà nước Việt Nam quyết định cho phép các tổ chức tín dụng được phép hoạt động ngoại hối ấn định tỷ giá mua bán giao ngay giữa VND và USD trong biên độ $\pm 3\%$ so với tỷ giá bình quân liên ngân hàng.

Hai năm 1997-1998 cũng ghi nhận ba lần điều chỉnh tỷ giá vào tháng 7/1997 (bình quân 11.690 VND/USD), tháng 2/1998 (bình quân 12.664 VND/USD) và tháng 8/1998 (bình quân 13.715 VND/USD) với kết quả tỷ giá VND/USD giảm khoảng 17% (WB: 1998 [8] và thống kê tỷ giá của Empirics.net). Mặc dù cùng làm giảm giá đồng Việt Nam nhưng về bản chất, mục tiêu của các điều chỉnh này hoàn toàn khác biệt. Giảm giá đồng Việt Nam trong giai đoạn khủng hoảng tài chính - tiền tệ châu Á hướng tới việc tăng cường năng lực cạnh tranh cho hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam trước các đối thủ cạnh tranh trong khu vực (Philippines, Thái Lan, Malaysia hay Hàn Quốc). Các động thái của năm 2008 ưu tiên việc củng cố sự tin tưởng của cộng đồng doanh nghiệp và đa số người dân vào mức độ bền vững của hệ thống tín dụng - ngân hàng, giải quyết nhu cầu thanh toán bằng ngoại tệ của nền kinh tế.

9.1.3 Thị trường tín dụng ngân hàng

Trong lĩnh vực tín dụng - ngân hàng, các ngân hàng thương mại nhà nước thực sự khó tìm được đối thủ xứng tầm cho tới khi các ngân hàng nước ngoài hiện diện với đầy đủ hoạt động tại Việt Nam. Sức mạnh của hệ thống ngân hàng thương mại nhà nước phần lớn đến từ quy mô vốn và danh mục đầu tư được đảm bảo bởi nguồn quỹ của Chính phủ.

Sự gia tăng của các công ty cổ phần, ngân hàng nước ngoài và tổ chức tài chính phi ngân hàng đã tăng thêm tính cạnh tranh đối với hoạt động của ngân hàng thương mại nhà nước; tuy nhiên, quy mô kết hợp của

các tổ chức này cũng vẫn không đáng kể. Nói cách khác, khía cạnh cấu trúc của thị trường tài chính vẫn là vấn đề mấu chốt.

Hai vấn đề song song của khu vực ngân hàng là nợ xấu và tín dụng theo chỉ đạo. Những khoản vay chỉ đạo thực hiện tại các ngân hàng thương mại nhà nước rõ ràng có vấn đề, và cần được loại bỏ. Với sự tồn tại của hình thức cho vay này tại các ngân hàng thương mại nhà nước, toàn bộ hệ thống sẽ trở nên mong manh và dễ bị tổn thương, phần lớn là do: (a) nợ xấu chồng chất do hậu quả của tín dụng chỉ đạo, thay vì ra quyết định dựa trên tính khả thi thương mại; (b) lãi suất ưu đãi có thể phá huỷ những giao dịch của ngân hàng tư nhân trên cơ sở thông thường; (c) coi các doanh nghiệp nhà nước là khu vực đồng nhất, tín dụng không tìm thấy con đường để đa dạng hoá rủi ro; và (d) các công ty tư nhân phải tự làm lấy việc phân bổ các nguồn tài chính để tiếp tục tồn tại và phát triển.

Về mặt kỹ thuật, phân bổ các khoản vay thua lỗ không hợp lý là một vấn đề. Bức tranh hoạt động tài chính của khu vực ngân hàng được trình bày không rõ nét và có thể méo mó.

Thị trường ngân hàng tạo ra ảnh hưởng lớn nhất trong hệ thống tài chính Việt Nam. Sự thật này cũng chỉ ra rằng những thị trường khác còn kém phát triển trong nền kinh tế tài chính Việt Nam. Tuy nhiên, độ lớn và tầm quan trọng của thị trường này không phải là đảm bảo chắc chắn rằng nó sẽ vận hành tốt và trên thực tế, nó chứa đựng một số vấn đề hạn chế do sự thiếu cân đối giữa tăng trưởng và năng lực quản lý.

Thị trường liên ngân hàng và vấn đề lãi suất

Thị trường liên ngân hàng vẫn còn mới ở Việt Nam dù đã được khai trương từ cuối năm 1994. Các khoản vay của thị trường liên ngân hàng có ba đặc điểm: (i) Sân chơi của những tổ chức lớn hơn, hầu hết là tổ chức tài chính, như ngân hàng thương mại nhà nước, ngân hàng có vốn đầu tư nước ngoài, và những công ty cổ phần ở lớp trên; (ii) Thị trường bán buôn, nơi các tổ chức tài chính đưa ra những tín hiệu cơ bản cho phần còn lại của thị trường tài chính “nhại” lại hành vi. Thị trường này có ảnh hưởng sâu sắc đến phản ứng chung của các thị trường; và, (iii) Thị trường này tạo ra hầu hết các lãi suất ngắn hạn, như lãi suất qua đêm, 1 và 2 tuần, 1, 2, 3 và 6 tháng. Chủ yếu các khoản vay được thực hiện bằng nội tệ, đồng Việt Nam.

Xét trong xu hướng chung, mức lãi suất được đưa ra bởi các ngân hàng thương mại rất thống nhất với nhau. Một số chênh lệch lớn hơn xảy ra giữa ngân hàng thương mại nhà nước và ngân hàng thương mại cổ phần do chi phí hoạt động cao làm tăng chi phí cho vay. Có ít khác biệt hơn giữa ngân hàng thương mại cổ phần và ngân hàng có vốn đầu tư nước ngoài. Giữa các ngân hàng có vốn đầu tư nước ngoài, lãi suất có mức độ thống nhất cao. Điều này cho thấy những ngân hàng này có xu hướng nhận được thông tin và những biến đổi kinh tế tương tự nhau, vì vậy những phản ứng và điều chỉnh của họ biểu hiện trong mức lãi suất đưa ra tương đối thống nhất. Các ngân hàng thương mại cổ phần thường phải đương đầu với vấn đề chi phí tạo nguồn. Vấn đề này dẫn tới hai hậu quả có thể xảy ra: (a) điều chỉnh chậm, do chi phí chăm sóc khách hàng và năng lực cạnh tranh; và (b) cân nhắc lựa chọn giữa an toàn và thị phần.

9.2 Vàng trong đời sống kinh tế Việt Nam

Vàng vốn là biểu tượng của sự phồn thịnh kể từ nền văn minh Ai Cập cổ đại. Ở các quốc gia châu Á rộng lớn như Trung Quốc hay Ấn Độ, người ta sử dụng và nhập khẩu rất nhiều vàng. Vàng thường được sử dụng vào các việc: chế tác đồ trang sức, dự trữ quốc gia, tích trữ, đầu tư cá nhân và ứng dụng trong công nghiệp.

9.2.1 Chức năng của vàng

Trải qua hàng ngàn năm lịch sử, vai trò và chức năng tiền tệ của vàng vẫn không hề bị phai mờ, thậm chí vàng ngày càng có nhiều ứng dụng và đóng vai trò quan trọng hơn trong đời sống kinh tế và đời sống tinh thần của con người.

Vàng được sử dụng làm dự trữ tại các ngân hàng trung ương. Vào cuối năm 2004, các ngân hàng trung ương trên thế giới và các tổ chức chính thức nắm giữ khoảng 19% tổng trữ lượng vàng trên mặt đất với chức năng dự trữ. Tính cho đến tháng 9/2008, xét về dự trữ vàng quốc gia, Hoa Kỳ là nước đứng đầu trong danh với mức dự trữ 8.133,5 tấn, theo sau đó là Đức với 3.413,2 tấn, IMF: 3.217,3 tấn, Pháp: 2.540,9 tấn,

tiếp theo là Italy, Thụy Sĩ, Nhật Bản, Hà Lan, Trung Quốc... Nhưng xét về mặt khu vực thì khu vực Eurozone nắm lượng dự trữ nhiều nhất, tới 10.911,4 tấn trong tổng số 29.783,9 tấn vàng dự trữ chính thức trên toàn thế giới.

Không chỉ được sử dụng làm tài sản dự trữ trong kho của các ngân hàng trung ương, vàng còn được sử dụng làm tài sản tiết kiệm truyền thống và rất phổ biến ở nhiều quốc gia, đặc biệt là ở Á Đông. Vàng được sử dụng làm tài sản tiết kiệm có thể dưới dạng đồ trang sức như dây chuyền, nhẫn, vòng, lắc, khuyên tai, hoặc dạng thanh (cây) vàng. Theo thống kê, thị trường đồ trang sức vàng rất phát triển ở một số quốc gia như Ấn Độ, khu vực Trung Đông... Còn ở một số quốc gia khác, trong đó có Việt Nam, người dân vẫn có tâm lý mua vàng về để tiết kiệm và coi đây như một biện pháp an toàn nhằm đảm bảo giá trị của tiền hoặc làm của cải để dành cho con cháu.

Ngoài chức năng dự trữ và tiết kiệm, vàng còn có các ứng dụng khá rộng rãi trong sản xuất công nghiệp. Vàng được sử dụng để sản xuất mạch tích hợp, vi xử lý, dùng để mạ trong sản xuất các thiết bị, sử dụng trong ngành công nghiệp vũ trụ, dùng để sản xuất đồng hồ, sản xuất các thiết bị bán dẫn, thậm chí dùng cả trong sản xuất vũ khí...

Trong thời kỳ “đóng cửa kinh tế” ở Việt Nam, vàng có thêm một số chức năng đặc trưng riêng, ăn sâu vào nếp sống, thói quen của dân chúng, liên quan đến những khái niệm về của cải. Các chức năng ấy vẫn còn được duy trì đâu đó cho tới tận ngày hôm nay, cụ thể là: (i) Thay thế chức năng tiền tệ trong các giao dịch có giá trị lớn; (ii) Một phương thức tiết kiệm (kể cả cho vay lãi bằng vàng); (iii) Các trù liệu kinh doanh (để đầu tư hay góp vốn), mặc dù các giao dịch thực có thể không thực hiện bằng vàng; (iv) Bảo vệ giá trị tài sản trong thời buổi “mất giá”; và (v) phương tiện để thế chấp, đảm bảo.

Cho tới tận giữa những năm 1990, vàng vẫn được sử dụng rộng rãi thay thế tiền tệ trong các giao dịch thương mại, đặc biệt là giao dịch bất động sản, phương tiện đi lại như xe đạp, xe máy, và cả ô tô (lúc đó còn rất ít ô tô của cá nhân). Thậm chí trước đó, vàng còn được sử dụng để chi trả cho các giao dịch đồ gỗ gia dụng hay những đồ may mặc đắt tiền.

Chẳng hạn, vào thời điểm 1982-1983, một chiếc quần bò (quần jeans) hiệu Levi's trị giá 1 chỉ vàng. Tương đương như vậy, 1 bộ quần áo gabardin

Trung Quốc cũng có giá 1 chỉ. Một đôi dép cao su Trung Quốc (giới thanh niên thường gọi là “đúc Tàu”) hay một chiếc mũ cối Trung Quốc (“cối Tàu”) cũng tương đương 1 chỉ vàng. Một chiếc xe đạp hiệu Mifa (Đức) trị giá 6 chỉ vàng; xe đạp mini Nhật trị giá “một cây mốt” (1,1 cây vàng = 11 chỉ vàng)... Chẳng có một thống kê nào cho biết rằng đã có bao nhiêu giao dịch thành công và tổng trị giá là bao nhiêu nhờ “công cụ tiền tệ” này vào thời kỳ đó. Cho đến ngày nay, thói quen đó vẫn còn được duy trì bởi một bộ phận dân chúng tuy mức độ rộng rãi không còn được như xưa. Vàng tiếp tục là phương tiện thanh toán của nhiều giao dịch bất động sản.

Tích trữ vàng cũng rất phổ biến. Việc này cũng được coi như là một phương thức tiết kiệm cho dù hầu như không có lãi suất. Năm được thói quen này, một số ngân hàng ở Việt Nam cũng đã thử huy động tiết kiệm bằng vàng từ trong dân chúng bằng cách đưa ra một mức lãi suất nhất định cho việc gửi vàng. Ngày 18/5/2004, một phóng sự trên báo *Tuổi trẻ* nói rằng tại thành phố Hồ Chí Minh - trung tâm kinh tế thương mại lớn nhất của Việt Nam, xu hướng gửi vàng tăng cao trong quý đầu năm 2004 với mức tăng trưởng 15,6% so với thời điểm cuối năm 2003, chiếm 2,1% tổng tiền gửi tại ngân hàng trên địa bàn thành phố. Mức tăng trưởng thứ hai thuộc về đồng đôla Mỹ, 13,9%, và mức tăng trưởng thấp nhất lại là đồng nội tệ (VND) 10,8%. Cũng theo phóng sự này, việc gửi đồng nội tệ vẫn chiếm thị phần lớn nhất của tổng vốn huy động từ dân chúng, 66,5%. Tuy nhiên, mỗi khi nền kinh tế quốc dân có dấu hiệu lạm phát tăng cao, chẳng hạn như 5% vào quý đầu năm 2004, người dân lại có khuynh hướng chuyển tài sản của mình thành đôla Mỹ và vàng để cất giữ.

Theo một điều tra trực tuyến khác, thực hiện vào tháng 4/2004, người ta thấy rằng suốt giai đoạn lạm phát tăng, giá vàng và USD ở Việt Nam đều tăng, phản ứng của dân chúng đối với hoàn cảnh lúc này được tổng kết ở bảng 9.5.

Vàng còn được dùng để làm đồ thế chấp đảm bảo trên thị trường tài chính. Thậm chí ngay cả Chính phủ đôi khi cũng phải dùng vàng để đảm bảo cho các sản phẩm tài chính của mình.

Trong bối cảnh biến động kinh tế năm 2008, trang điện tử của *Thời báo Kinh tế Việt Nam* cũng thực hiện một khảo sát tương tự. Mặc dù

Bảng 9.5: Khảo sát lựa chọn với vàng và USD năm 2004

<i>Bạn làm gì khi giá vàng và USD tăng nhanh?</i>		
Lựa chọn	Tỷ lệ	Số bình chọn
Mua USD	18%	2.271
Mua vàng	9%	1.131
Giữ VND	7%	941
Không có tiền	35%	4.561
Quan sát tiếp	14%	1.768
Không quan tâm	17%	2.190
Cộng	100%	12.862

Nguồn: Tin tức Việt Nam, 2004

chỉ số VN-Index ở mức xấp xỉ 350 điểm nhưng chứng khoán vẫn là lựa chọn đầu tiên, chiếm tỷ trọng 36% người tham gia bình chọn. Thứ tự ưu tiên giảm dần với các tài sản tiền đồng gửi tại ngân hàng (22%); vàng (16%) và bất động sản (11%).⁶

9.2.2 Quy định sản xuất và giao dịch vàng ở Việt Nam

Cơ quan quản lý chính việc kinh doanh vàng ở Việt Nam là ngân hàng trung ương, tức Ngân hàng Nhà nước Việt Nam.

Quy định và cơ quan quản lý

Có rất nhiều văn bản pháp lý liên quan đến kinh doanh vàng trong phạm vi quốc gia, các văn bản được liệt kê dưới đây là những văn bản quan trọng nhất: (1) Nghị định số 174/1999/NĐ-CP ngày 9/9/1999; (2) Nghị định số 64/2003/NĐ-CP ngày 11/6/2003; và (3) Thông tư số 10/2003/TT-NHNN ngày 16/9/2003.

Bên cạnh tính pháp lý và các điều khoản cụ thể, tinh thần chính của các văn bản trên được tóm tắt thành ba ý chính. Một là, hủy bỏ yêu cầu mức tối thiểu về vốn đối với các doanh nghiệp muốn tham gia chế tác vàng, giao dịch buôn bán đồ trang sức bằng vàng và hành nghề kim hoàn. Hai là, kinh doanh vàng hợp pháp phải được phép của Ngân hàng Nhà nước bao gồm các điều khoản như: bán vàng miếng, xuất nhập khẩu nguyên liệu vàng, quặng vàng, vàng thoi, vàng miếng... Ba là, giao

⁶Kết quả bình chọn cập nhật tới ngày 3/11/2008.

dịch vàng phải theo quota được phê chuẩn. Đơn xin quota xuất nhập khẩu vàng phải trình và được Ngân hàng Nhà nước phê duyệt.

Thị trường và sản lượng

Hai trong số những trung tâm giao dịch vàng quan trọng nhất trên thế giới là thị trường vàng Luân Đôn và New York. Thị trường vàng Luân Đôn là một trong số những thị trường lâu đời nhất trên thế giới và là thị trường lớn nhất xét về khía cạnh giao dịch vàng vật chất. Các thành viên của Hiệp hội thị trường vàng Luân Đôn (London Bullion Market Association - LBMA) thực hiện giao dịch vàng và bạc trên thị trường này. Phần đông trong số các thành viên là những ngân hàng quốc tế, thương gia và những nhà chế tạo vàng tầm cỡ. Cứ hai lần một ngày, vào lúc 10:30 sáng và 3:00 chiều, 5 thành viên quan trọng nhất của thị trường lại gặp nhau để xác định mức giá cho thị trường, phương pháp xác định mức giá này được gọi là *chốt giá vàng*. Lần xác định giá đầu tiên theo phương pháp này được tiến hành vào ngày 12/9/1919 giữa 5 nhà giao dịch vàng lớn nhất thời bấy giờ - những tên tuổi không hề xa lạ: NM Rothschild & Sons, Mocatta & Goldsmid, Pixley & Abell, Samuel Montagu & Co. và Sharps Wilkins. Giá vàng xác định vào thời điểm đó là 4,9375 GBP/troy ounce.

Nhưng sau đó, khoảng từ năm 1939 đến năm 1954, quá trình xác định giá thường nhật đã bị đứt quãng do ảnh hưởng của chiến tranh và sự kiểm soát của các chính phủ. Ngày nay, giá vàng được ấn định bằng đôla Mỹ (USD), bảng Anh (GBP) và euro (EUR).

Vào ngày 21/1/1980, giá vàng được *chốt* ở mức 850 USD/ounce, mức giá kỷ lục này chỉ bị phá vỡ vào ngày 3/1/2008 bởi kỷ lục mới 865,35 USD/ounce. Sau này, vào ngày 17/3/2008, giá vàng được chốt ở đỉnh cao mới: 1.007,70 USD/ounce. Tuy nhiên, nếu được điều chỉnh theo tốc độ lạm phát thì mức giá năm 1980 sẽ tương đương với giá 2.398,21 USD/ounce vào năm 2008. Vì vậy xét theo giá thực tế thì mức giá năm 1980 vẫn giữ kỷ lục.

Giao dịch toàn cầu về vàng và bạc khối lượng lớn được diễn ra trên thị trường OTC. Cho đến nay Luân Đôn vẫn là trung tâm lớn nhất thế giới xét trên khía cạnh giao dịch OTC, xếp sau đó là các thị trường New York, Zurich và Tokyo. Mặc dù các thị trường giao dịch vàng vật chất có mặt ở khắp nơi trên thế giới, nhưng hầu hết các giao dịch bán buôn

OTC đều được thanh toán qua Luân Đôn. Khối lượng vàng và bạc trung bình trong ngày được thanh toán thông qua Hiệp hội thị trường vàng Luân Đôn vào tháng 12/2004 lần lượt là 15,4 triệu ounce (tương đương với 480.000kg, trị giá 6,8 tỷ USD) và 102,2 triệu ounce (tương đương 3.180.000kg, trị giá 730 triệu USD). Như vậy, cứ sau 5,4 ngày lại có một lượng vàng lớn bằng sản lượng khai thác hàng năm trên toàn thế giới được giao dịch thông qua LBMA. Đối với bạc, thời gian này là 5,8 ngày.

Sàn giao dịch vàng tương lai dành cho những thương gia Hoa Kỳ là chi nhánh Comex của Sàn giao dịch hàng hóa New York (NYMEX). Sàn giao dịch này bắt đầu giao dịch các hợp đồng tương lai vàng vào ngày 31/12/1974 - ngày đầu tiên các công dân Hoa Kỳ được cho phép sở hữu vàng sau thời kỳ cấm đoán kéo dài trên 40 năm. Những thị trường vàng quan trọng khác trên thế giới nằm ở Tokyo, Sydney, Hồng Kông, Thượng Hải, Singapore, Dubai và Zurich.

Việt Nam dùng hệ thống đo lường Á Đông (giống với Trung Quốc) để đo lường vàng mà không dùng *ounce* làm đơn vị đo lường vàng như đa số các quốc gia trên thế giới. Đơn vị đo lường vàng ở Việt Nam là “lượng” (lạng ta), còn gọi là “cây.” Đơn vị thấp hơn là “phân,” hay “chỉ” theo cách gọi dân gian.

Trước năm 1975, khi đất nước còn bị chia cắt, tại Hà Nội và các tỉnh phía Bắc, người ta vẫn gọi là “lạng vàng” và “phân vàng” (1 lạng = 10 phân). Sau giải phóng miền Nam, cách gọi mới (lượng, cây, chỉ) được du nhập từ miền Nam ra Bắc. Kể từ đó, cách gọi này được thống nhất trong các giao dịch vàng trên cả nước. Công thức quy đổi khối lượng vàng là: 1 lượng = 1,20556 ounce = 37,49653 gram.

Tại Việt Nam, không có số liệu thống kê chính thức nào về sản lượng vàng khai thác được. Tuy nhiên, lượng vàng gửi trong phạm vi cả nước được ước tính là khá nhỏ. Hàng năm, Việt Nam sản xuất được chưa đầy 2 tấn vàng. Mức này thấp hơn nhiều mức tiêu thụ được Hội đồng Vàng Thế giới (WGC) đưa ra. Theo đó, Việt Nam tiêu thụ khoảng 58 tấn vàng trong năm 2003. Do sản lượng không đáng kể của các mỏ vàng trên lãnh thổ, Việt Nam dựa vào vàng nhập khẩu để đáp ứng nhu cầu của thị trường trong nước. Nhu cầu vàng của Việt Nam tăng dần theo thời gian với tỷ trọng ngày một lớn hơn của các khoản đầu tư và dự trữ vàng. Năm 2008, tổng cầu về vàng của Việt Nam tăng cao đột biến, lên

tới 115,8 tấn gấp hai lần mức 60,9 tấn của năm 2005 (bảng 9.6). Cầu vàng đầu tư năm 2008 chiếm tới 83% tổng cầu vàng của Việt Nam. Tỷ lệ này là 55% vào năm 2005; 76% và 72% lần lượt trong các năm 2006, 2007.

Bảng 9.6: Cầu vàng của Việt Nam thời kỳ 2005-2008

	Việt Nam			Thế giới
	Trang sức	Đầu tư	Tổng	
2005	26,9	34,0	60,9	3091,9
2006	22,1	69,5	91,6	2681,9
2007	21,4	56,1	77,5	2810,9
2008	19,6	96,2	115,8	2906,8

Nguồn: Hội đồng Vàng thế giới. Đơn vị: tấn

Giao dịch vàng

Không tìm được một tài liệu thống kê nào từ Ngân hàng Nhà nước về thực trạng giao dịch vàng ở Việt Nam. Tuy nhiên, tình trạng buôn lậu vàng khá phổ biến trong đầu những năm 2000. Chẳng hạn, năm 2003, Ngân hàng Nhà nước cấp tổng hạn ngạch (quota) nhập khẩu vàng là 10 tấn, nhưng WGC ước tính tiêu thụ vàng thực tế trên lãnh thổ Việt Nam ở mức cao hơn rất nhiều, 58,8 tấn. Một phần rất lớn sự chênh lệch này được giải thích bằng lý do buôn lậu. Buôn lậu vàng vào (đôi khi là cả ra khỏi) Việt Nam được thực hiện theo nhiều đường, như hàng xách tay không khai báo của hành khách hàng không, hay qua biên giới đường bộ với Lào, Trung Quốc, Campuchia...

Năm 2004, WGC ước tính hạn ngạch nhập khẩu vàng vào Việt Nam khoảng 1 tấn. Ngoài hạn ngạch này không còn con đường nào khác được tự do mang vàng vào hoặc ra khỏi Việt Nam. Việc giao dịch vàng trong phạm vi lãnh thổ Việt Nam khá sôi động. Điều này được WGC khẳng định trong thông cáo báo chí của họ về sự kiện Việt Nam giảm thuế suất thuế nhập khẩu vàng vào ngày 31/3/2004 (xuống mức 0,5%). WGC ước lượng thị trường vàng Việt Nam tăng trưởng quanh 5,1% mỗi năm trong thời kỳ 1995-2003, trở thành thị trường vàng lớn thứ hai trong khu vực Đông Nam Á, đứng sau Indonesia. WGC đưa lý do cho sự tăng trưởng nhanh này là việc tăng nhu cầu về đồ trang sức và đầu

tư. Một thực tế cũng được ghi nhận rằng bất động sản ở Việt Nam vẫn được định giá bằng vàng, như đã từng đề cập đến chức năng của vàng trong nền kinh tế ở phần trên.

Năm 2007, Việt Nam đã nhập khẩu khoảng 67 tấn vàng và mức tiêu thụ trong năm là 75-76 tấn vàng. 6 tháng đầu năm 2008, các doanh nghiệp nhập vàng vào Việt Nam cỡ khoảng trên 50 tấn. Từ tháng 7/2008, Nhà nước tạm ngừng nhập khẩu vàng để hạn chế tình trạng nhập siêu. Do đó, số lượng vàng bổ sung cho thị trường kể từ sau thời điểm này, theo Hiệp hội kinh doanh vàng Việt Nam nhận định, chỉ có thể là vàng nhập lậu.

Thời điểm cuối tháng 10/2008, giá vàng giao kỳ hạn tháng 12 tại Sở Giao dịch hàng hóa New York (NYMEX) chốt ở mức 718,2 USD/ounce - mức thấp kỷ lục trong vòng 28 năm. Trong khi đó, giá vàng ở Việt Nam vẫn tiếp tục giữ ở mức cao từ 16-17 triệu đồng/lượng. Ước tính vào thời điểm ngày 31/10/2008, giá vàng Việt Nam cao hơn giá thế giới 2 triệu đồng/lượng. Với mức lợi suất này, theo cố vấn Hiệp hội Vàng Thế giới tại Việt Nam, ông Huỳnh Trung Khánh, nguy cơ nhập lậu vàng ở Việt Nam tăng gấp 10 lần. Theo kinh nghiệm chuyên gia, chỉ cần có lợi nhuận từ 20.000 đến 30.000 đồng một chỉ vàng là đã đủ để khởi động cỗ máy nhập lậu vàng.

Để hướng việc nhập khẩu vàng qua đường chính ngạch và ngăn chặn việc buôn lậu vàng, Chính phủ Việt Nam có xu hướng giảm thuế suất nhập khẩu vàng. Đồng thời, Bộ Tài chính dùng công cụ thuế suất để điều tiết lượng vàng nhập khẩu và giá vàng. Tháng 11/2005, khi giá vàng tăng lên mức 900.000 đồng/chỉ, cao nhất trong lịch sử 18 năm, thuế suất với vàng dạng thỏi thanh đúc đã được giảm từ 1% xuống còn 0,5%. Giữa năm 2008, nhằm hạn chế số lượng vàng nhập khẩu đang tăng lên nhanh chóng, Bộ Tài chính đã nâng thuế suất nhập khẩu vàng thỏi trở lại mức 1% kể từ ngày 20/5/2008. Trước đó, theo WGC, Việt Nam đã nhập khẩu 40 tấn vàng trong quý I/2008, chiếm phần lớn trong tổng mức tiêu thụ 43 tấn. Sản lượng vàng tiêu thụ tại Việt Nam trong năm 2007 là 77,5 tấn. Vài năm gần đây, Việt Nam luôn là nước nhập khẩu vàng đứng vào 'top 10' trên thế giới.

Với khối lượng giao dịch và số lượng nhà đầu tư tham gia ngày một tăng lên, nhiều sàn giao dịch vàng đã được mở ra nhằm đáp ứng nhu cầu

thị trường. Điều này phù hợp với xu hướng phát triển chung của thế giới. Tại các quốc gia phát triển, kinh doanh vàng qua tài khoản chiếm trên 60%. Hoạt động của sàn giao dịch vàng tương tự sàn giao dịch chứng khoán. Trên sàn có các thành viên (ngân hàng, doanh nghiệp kinh doanh vàng...). Nhà đầu tư chọn lựa thành viên mở tài khoản và đặt lệnh thông qua các thành viên. Năm 2008, theo tính toán thì có những ngày khối lượng vàng mua bán trên sàn giao dịch vàng của ngân hàng ACB lên đến 420.000 lượng (khoảng 8.000 tỷ đồng).⁷ Vấn đề ở đây là những qui định và quản lý nhà nước trong lĩnh vực kinh doanh vàng, đặc biệt với hoạt động của các trung tâm giao dịch vàng, còn nhiều điểm chưa rõ ràng. Điểm bất cập giữa sự phát triển của thị trường và công tác quản lý nhà nước này cần sớm được khắc phục.

9.2.3 Tổng quan nghiên cứu về vàng

Kết quả nghiên cứu về vàng không phong phú bằng những chủ đề khác về thị trường tài chính và vốn như cổ phiếu, trái phiếu, thị trường bất động sản, v.v.. Trong các tác giả có công bố quan trọng, có thể kể đến Whittlesey (1937:[123]), Machlup (1941:[66]), Zauberman (1951:[125]), Chandavarkar (1961:[20]) và Brown (1941:[14]), v.v..

Cũng có một số nghiên cứu khác thảo luận về các vấn đề liên quan đến vàng và vai trò của vàng tại ngân hàng trung ương, trong hệ thống kinh tế và phương thức tiết kiệm của dân chúng, nhưng những thảo luận này chủ yếu lựa chọn phương pháp tiếp cận cảm tính và thiếu những trao đổi quanh một số vấn đề liên quan đến thị trường vàng của Việt Nam.

Vai trò tiền tệ của vàng trong nền kinh tế

Vai trò tiền tệ của vàng trong nền kinh tế đã được thiết lập từ rất lâu trong lịch sử. Nhưng kỷ nguyên vàng chỉ bắt đầu từ năm 1821, khi Anh trở thành quốc gia đầu tiên chuyển sang chế độ *bản vị vàng*. Trước đó, hầu hết các quốc gia đều lựa chọn chế độ bản vị lưỡng kim là vàng và bạc. Theo sau Anh, vào những năm 1870, Bắc Mỹ và toàn bộ khu vực châu Âu cũng chuyển sang chế độ bản vị vàng. Trong thời kỳ đó, việc

⁷ *Thời báo Kinh tế Việt Nam*, “Thị trường vàng Việt Nam phát triển nhanh nhất khu vực”, ngày 25/4/2008

phát hiện ra những mỏ vàng lớn ở Tây Mỹ có tác dụng kích thích việc áp dụng bước chuyển này trên diện rộng. Vì vậy, thời kỳ từ 1870 đến 1914 cả thế giới áp dụng chế độ bản vị vàng thống nhất, được biết đến với cái tên Kỷ nguyên Vàng, một thời kỳ tương đối ngắn trong lịch sử của các hệ thống tiền tệ.

Tuy nhiên, chế độ bản vị vàng bị chỉ trích nhiều vào đầu thế kỷ XX, phần lớn là do những nỗi hoang mang về tính đảm bảo của hệ thống ngân hàng và vấn đề thiếu phát do thiếu thốn và chậm trễ mở rộng tiền tệ. Nhà kinh tế học John Maynard Keynes đã từng gọi đó là “di tích tàn bạo” của hệ thống tiền tệ cũ, và gợi ý rằng thời kỳ đó sẽ không bao giờ quay lại.

Sau cùng, xuất hiện những quan điểm thay đổi về vàng trong nửa đầu của thế kỷ XX, với sự ra đời của IMF/WB vào năm 1944, và nới lỏng dự trữ vàng với mục đích duy trì giá trị tiền tệ dưới thời của Tổng thống Roosevelt năm 1933. Khi đó giá vàng nhảy lên mức 32,32 USD/ounce từ mức giá ổn định 20,50 USD/ounce trong nhiều năm. Trong quá khứ, khi chế độ bản vị vàng còn thịnh hành, tầm quan trọng của vàng là không thể nghi ngờ. Vai trò to lớn của vàng dẫn tới phân tích Whittlesey (1937:[123]) về thể tiến thoái lưỡng nan: (a) Nếu Hoa Kỳ tiếp tục chính sách mua và qui đổi tiền vàng thì ngân sách quốc gia càng bị kéo xa khỏi trạng thái cân bằng; và (b) Nếu họ từ bỏ chính sách, chắc chắn họ sẽ phải chịu thua lỗ, do suy giảm dự trữ vàng, với giá trị hàng tỷ USD.

Tầm quan trọng của vàng cũng được nhấn mạnh trong nghiên cứu của Machlup (1941:[66]), trong đó Machlup quay ngược trở lại thời kỳ 1933-1934 để nghiên cứu sự mất giá của đồng USD, cụ thể là sự tăng giá của vàng. Một câu hỏi khác là liệu nhập khẩu vàng lớn có gây ra một sự hy sinh về của cải hay thu nhập hay không. Những tranh luận về các vấn đề này bên trong giới học thuật và giữa giới học thuật và các nhà hoạch định chính sách chưa bao giờ kết thúc. Ngoài ra, như Whittlesey từng thảo luận về sự từ bỏ tích trữ vàng trong dân, chủ yếu với các mục đích tiền tệ, đã từng là một trong những nhiệm vụ chính ở giai đoạn suy thoái kinh tế. Điều này xảy ra ở cả Bắc Mỹ và châu Âu. 1.633,5 triệu USD vàng đã được tung ra nhằm ủng hộ giá trị tiền tệ của các đồng tiền khu vực châu Âu trong năm 1936, thoát khỏi ảnh hưởng của Đại suy thoái. Thực tế này nhấn mạnh vai trò của tiền trong hệ thống bản vị

vàng. Lưu ý rằng lượng tiền này tương đương với 32% tổng sản lượng vàng của thế giới trong năm đó.⁸

Nghiên cứu của Brown (1941:[14]) khiến chúng ta có những lo lắng tạm thời về vai trò của vàng trong hệ thống tiền tệ. Brown trích dẫn lời của học giả Hardy khi phát biểu: *“Chế độ bản vị vàng mới trong thế kỷ XX không giống hệt chế độ bản vị vàng đã bị phá hủy trong thời kỳ Chiến tranh thế giới, nhưng nhìn chung những sự khác biệt nằm ở vấn đề kỹ thuật và không phá hủy nhiều năng lực thực hiện nhiệm vụ cơ bản của chế độ bản vị vàng”*. Những phân tích cổ điển này được thực hiện trong bối cảnh Chiến tranh thế giới thứ hai sắp mở rộng, khi đó đồng minh lớn nhất của Hoa Kỳ - nước Anh, đang phải đối mặt với chiến tranh leo thang với Đức. Hầu hết các nền kinh tế trải qua tình cảnh rối loạn trên diện rộng vào thời gian đó, và vai trò của vàng là vấn đề được thảo luận rất nhiều trong giới làm chính sách và nghiên cứu học thuật.

Tuy nhiên, cũng lưu ý rằng, ý kiến đánh giá chế độ bản vị vàng là hệ thống tiền tệ tốt hơn vẫn tồn tại. Mặt khác, việc từ bỏ bản vị vàng và sử dụng tiền giấy cung cấp cho ngân hàng trung ương và các quan chức tài chính một vũ khí đối phó với giảm phát và suy thoái kinh tế trong nhiều trường hợp, cụ thể như chính sách mở rộng và linh hoạt của FED nhằm giải quyết tình trạng suy thoái trên thị trường chứng khoán năm 1929 - tình cảnh mà nhiều nhà kinh tế đánh giá mức độ nghiêm trọng sánh ngang Đại suy thoái 1929.

Cung và cầu về vàng

Trong nửa đầu thế kỷ XX, phần lớn các nghiên cứu về vàng tập trung xung quanh vấn đề cung và cầu về vàng với vai trò tiền tệ trong nền kinh tế. Thời gian này, bản vị vàng được áp dụng ở tất cả các nền kinh tế lớn trên thế giới, bao gồm Hoa Kỳ, Anh, Pháp, v.v.. Hầu hết các nghiên cứu trong thời kỳ này không nhắc đến ảnh hưởng kinh tế của dòng vàng chảy từ 2 quốc gia lớn ít hội nhập kinh tế thế giới là Liên bang Xôviết và Trung Quốc do thiếu dữ liệu([123], [125]), mặc dù Liên Xô (cũ) và Trung Quốc đều là những nước sản xuất vàng lớn.

Cầu về vàng của các nền kinh tế, đặc biệt là những nước lớn như Hoa Kỳ, Anh, Pháp... gây một áp lực rất lớn đối với phía cung. Brown thảo luận chi tiết về vấn đề sản lượng và nguồn cung cấp vàng, trong đó tác

⁸đd, [123], tr. 587

giả phân tích quá trình phát triển của nguồn cung vàng qua thời gian, có trích dẫn nghiên cứu của Charles O. Hardy, *Is there enough gold?* - tạm dịch, *Liệu có đủ vàng không?*.

Trong phân tích này, cơ chế pháp luật về phá giá cho phép Tổng thống F.D. Roosevelt giảm hàm lượng vàng trong đồng USD tới gần một nửa. Chính điều này khiến nguồn cung vàng của Hoa Kỳ tăng từ mức 4 tỷ lên 6,85 tỷ USD. Trong thời kỳ 1936-1941, dự trữ vàng của Hoa Kỳ lên tới 22,74 tỷ USD. Những điều này xảy ra trong khi sự hiện diện của bản vị vàng trong hệ thống tiền tệ nhanh chóng thu nhỏ lại. Trong nghiên cứu của Brown, số liệu về tổng sản lượng vàng năm 1962 là 1.295 triệu USD, không kể Liên Xô và Trung Quốc, so với mức 848 triệu USD vào năm 1953. Châu Phi là châu lục sản xuất ra phần lớn lượng vàng mới trị giá 969 triệu USD hay 74,8%. Bắc Mỹ (bao gồm Hoa Kỳ và Canada) sản xuất ra 14,8% tổng sản lượng vàng của năm.

Brown cũng cho biết nguồn cung vàng bao gồm 3 phần: (1) vàng dưới dạng nghệ thuật, trang trí và công nghiệp; (2) dự trữ vàng với chức năng tiền tệ; và (3) các mỏ vàng tự nhiên. Chính vì vậy, để ước tính được chính xác nguồn cung vàng là rất phức tạp. Nghiên cứu chỉ ra rằng khoảng 55% lượng vàng mới khai thác được sẽ được đưa vào kho dự trữ hàng năm, và phần lớn hơn còn lại được sử dụng trong công nghiệp và nghệ thuật. Trong thế giới tài chính, phần lớn sản lượng vàng được sử dụng với mục đích kiểm soát tín dụng chủ yếu dưới dạng vàng dự trữ tại ngân hàng trung ương.

Vàng ở những nền kinh tế đang phát triển

Sự có mặt của vàng trong cuộc sống kinh tế hàng ngày rất phổ biến ở những nước đang phát triển. Những nền kinh tế như Ấn Độ, Trung Quốc, Việt Nam, Indonesia, và những nền kinh tế đang phát triển khác ở khu vực châu Á – Thái Bình Dương là các ví dụ rõ ràng nhất. Thói quen giữ vàng của người dân đã được phân tích trong nghiên cứu của Chandavarkar ([20]), trong đó tác giả tập trung vào bản chất và hiệu ứng của việc cất trữ vàng ở những nền kinh tế kém phát triển hơn, với việc đi sâu nghiên cứu chi tiết về Ấn Độ với vai trò là một quốc gia tiêu thụ vàng lớn nhất thế giới.

Có rất nhiều thảo luận và ý kiến của tác giả liên quan tới Việt Nam. Trong khảo sát năm 1961, Chandavarkar thiết lập quan hệ tương đương

chính thức giữa vàng và tiền như tính thanh khoản và thu hồi không lãi suất. Tuy nhiên, tình huống ở Việt Nam xảy ra khác, do chúng chỉ gửi vàng và vàng trong tài khoản ở một số ngân hàng có đem lại lãi suất cho người gửi. Nghiên cứu của Chandavarkar cho thấy giai đoạn 1950-1958, tỷ lệ vàng được nắm giữ trong khu vực hộ gia đình thấp. Tài liệu này cũng chỉ ra rằng vai trò làm công cụ tiết kiệm của vàng ở cả Ấn Độ và nhiều nền kinh tế kém phát triển khác đều không lớn. Một điểm thú vị là mặc dù những người làm nông nghiệp ở những nền kinh tế kém phát triển có thể bán vàng để lấy tiền trả cho các chi phí, nhưng hành động bán vàng do hoàn cảnh bắt buộc như vậy “thường không nhiều do sự quý trọng được người ta gắn liền với vàng, đặc biệt là đối với vàng trang trí, rất cao, nên việc bán vàng để có tiền trang trải các chi phí chỉ được cầu viện dưới những trường hợp đặc biệt như cần vốn khẩn cấp”.

Chandavarkar nêu ra vấn đề huy động vàng tích trữ như một dạng ngoại hối và trái phiếu vàng. Chúng ta nhận thấy rằng cả 2 loại công cụ này đều tồn tại ở Việt Nam. Tuy nhiên, với chức năng lấp khoảng trống ngoại hối, việc huy động vàng tích trữ không có ý nghĩa là một sự giải phóng những nguồn lực kinh tế thực chất bên trong.⁹

Nghiên cứu của Whittlesey (1937: [123]) cũng đề cập đến việc tích trữ vàng và tầm quan trọng của lượng vàng chảy vào và chảy ra khỏi khu vực tư nhân từ Đại suy thoái kinh tế 1929, với những lưu ý về mức độ huy động tại các nền kinh tế như Ấn Độ, Hồng Kông và Trung Quốc. Tích trữ vàng trong dân châu Âu cũng không nhỏ, vào khoảng 325 triệu USD, trong số ấy rất nhiều là của người dân Pháp. Ước tính lượng vàng tích trữ của Pháp trong giai đoạn 1931-1936 chỉ là 493 triệu USD. Vì vậy, có thể hiểu rằng tích trữ vàng trong dân không phải là tình huống chỉ xảy ra ở các nền kinh tế kém phát triển hơn, đặc biệt là Đông Á, mà ngay tại những nước phát triển nhất như Hoa Kỳ, Anh, Pháp cũng như vậy.

Zauberman (1951: [125]) mở rộng nghiên cứu về các học thuyết và chính sách đối với vàng ở Liên bang Xôviết (cũ) và tìm ra một số luận điểm hấp dẫn. Đồng rúp Xôviết cũng được đúc trên cơ sở vàng, tức là đồng tiền cần phải chứa một hàm lượng vàng nhất định. Tồn tại nhiều tranh cãi trong lý thuyết và trên thực tế quanh vấn đề này.

⁹dd, [20], tr. 146

Các nhà kinh tế Xôviết cũng bất đồng ý kiến xung quanh các khái niệm kinh tế của vàng. Jurowski ủng hộ những người cải cách và gợi ý nên đi theo các lực đẩy của các tác nhân khách quan trong nền kinh tế - một cách nói gián tiếp tới khái niệm “thị trường”. Điều này vào năm 1922 đã phục hồi vàng vào vòng lưu thông rộng rãi ở Liên bang Xôviết.

Nhưng trường phái đối lập, cụ thể là trường phái ‘chống-lại-tiền’, đứng đầu là Strumilin, coi đây là đi ngược lại tư tưởng Mácxít. Trên thực tế, Lênin đã ủng hộ và chuẩn bị một lá phiếu vào kỳ họp Quốc hội thứ 9 của Liên bang Xôviết tán thành việc phục hồi “lưu thông tiền hợp lý trên cơ sở tiền vàng” với những nỗ lực cao nhất và ở vào tình trạng cấp bách.¹⁰

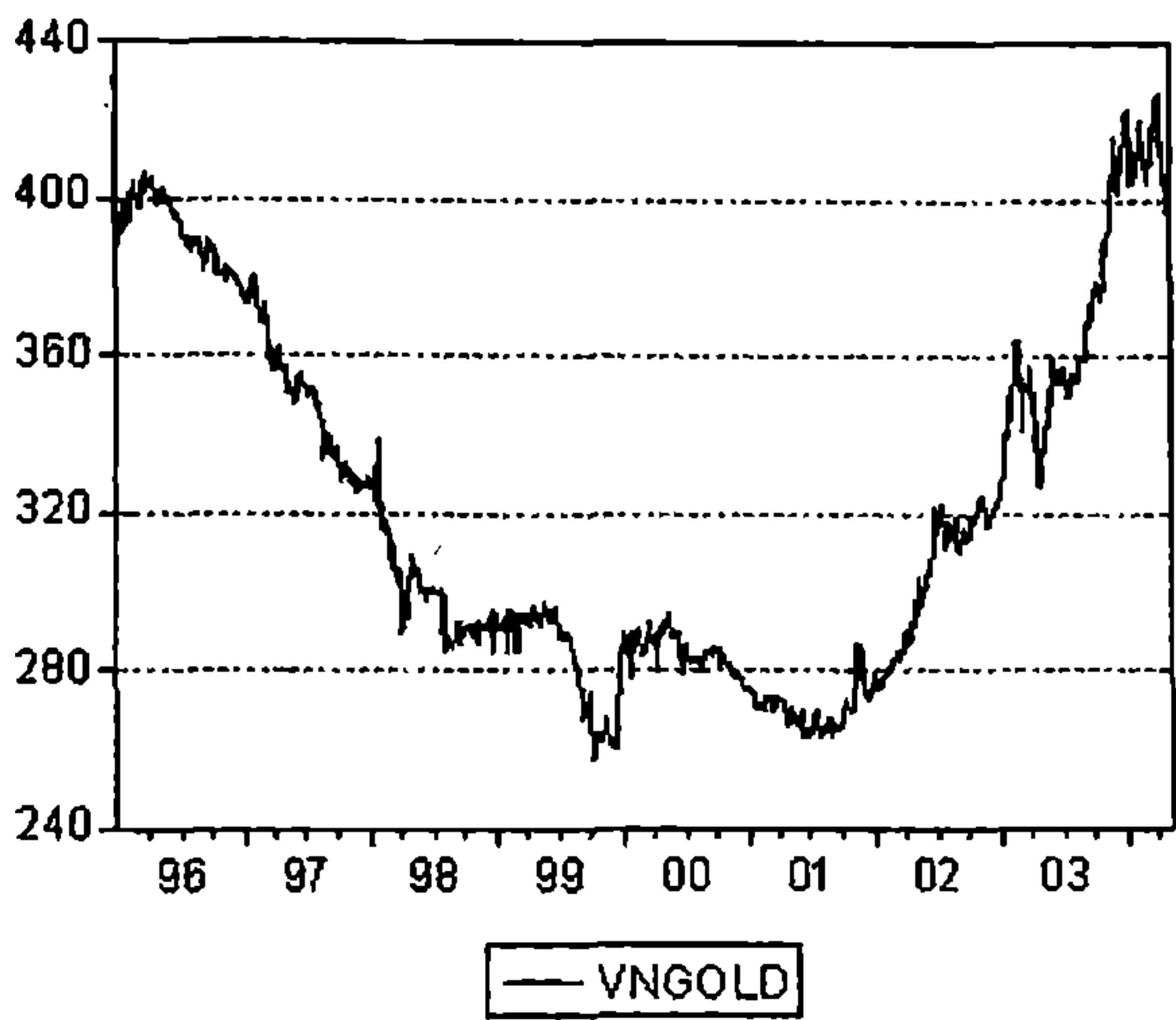
Tuy nhiên, đặc điểm bất ngờ của những nền kinh tế theo kiểu Xôviết là phương pháp tính toán không dựa trên tiền mà tập trung vào loại hàng hóa. Cách làm này cho thấy bản chất của một nền kinh tế trao đổi hiện vật. Hành động đưa đồng rúp gắn với vàng mang động lực chính trị, với lời phát biểu của Loslov: *“Hoa Kỳ muốn áp đặt đồng USD trên toàn thế giới làm cơ sở của các giao dịch quốc tế, làm một thứ tiền tệ quốc tế. Nhưng điều được biết đến rộng rãi là chỉ có vàng mới có thể hoàn thành chức năng là tiền tệ quốc tế... Việc đưa đồng rúp theo cơ sở vàng có nghĩa rằng đồng rúp là tiền tệ duy nhất trên thế giới có hàm lượng vàng thật”*.¹¹

Chandarkar nhấn mạnh rằng, trên thực tế, giá trị của vàng không có mối quan hệ với tăng trưởng và phát triển kinh tế. Không giống như vốn cổ phần và bất động sản, vàng không tác động tới tiến bộ kinh tế. Điểm chung trong việc tích trữ vàng giữa bối cảnh của nghiên cứu này và tình huống của Việt Nam là vàng dưới dạng trang trí không thể là một đảm bảo tốt bởi tính đặc thù của thị trường này: “Vàng bán ra thường bị lỗ do người bán không thể tính giá thành gia công”. Một điểm nữa trong nghiên cứu của Chandarkar có thể quan sát ở Việt Nam là giá vàng trong những nền kinh tế kém phát triển thường cao hơn giá quốc tế.

Các phần trên trình bày một số kết luận thú vị về vàng rút ra từ các công trình khoa học đã công bố. Tiếp theo, thị trường vàng ở Việt Nam sẽ được phân tích thông qua các chỉ số thống kê mô tả dữ liệu.

¹⁰ dd, [125], tr. 880

¹¹ [125], tr. 887



Bảng 9.7: Giá vàng bình quân ngày ở Việt Nam: 1996-2003

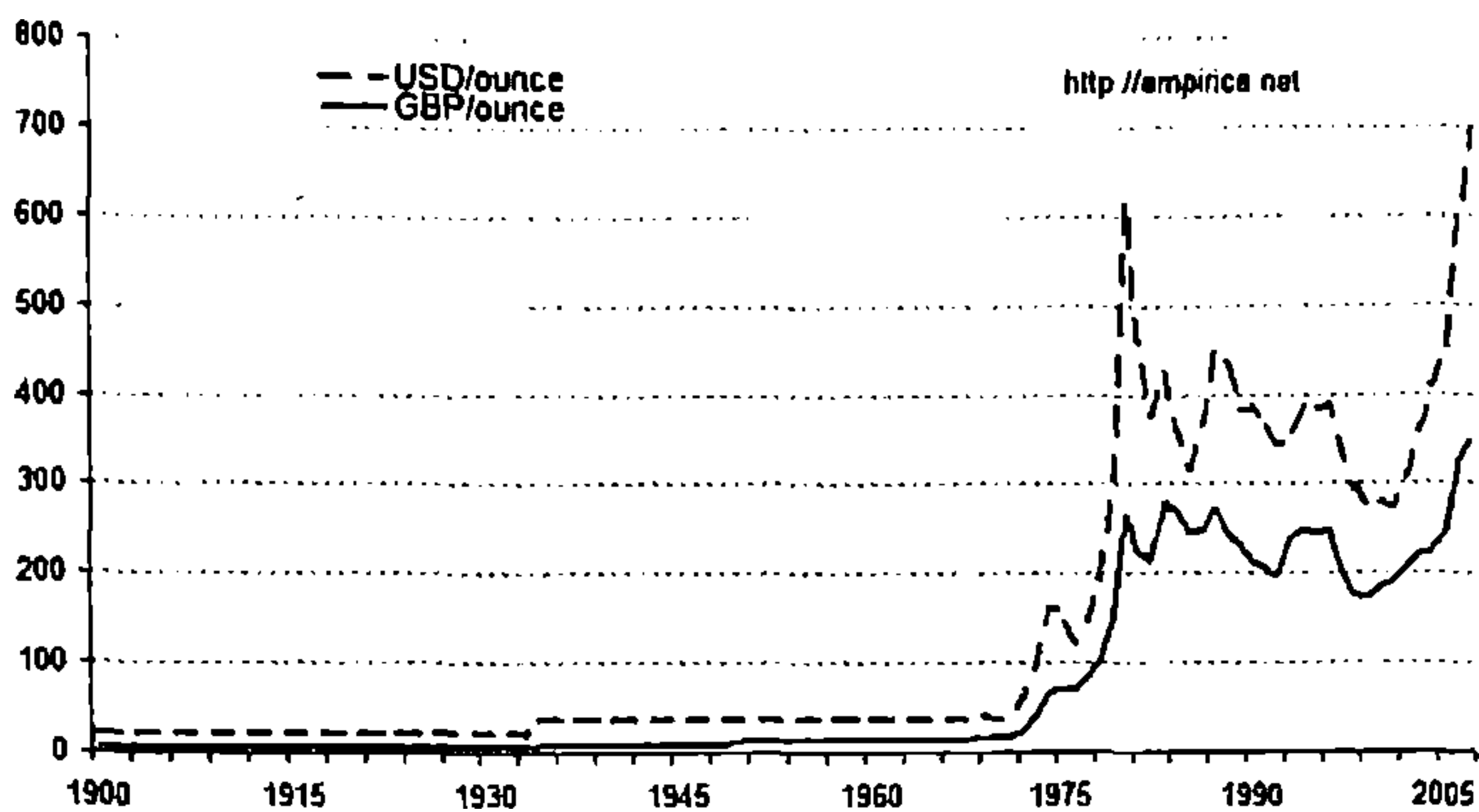
9.2.4 Khảo sát thống kê thị trường vàng Việt Nam

Dù thị trường vàng Việt Nam có những giai đoạn vận hành khá biệt lập với thị trường quốc tế, nhưng trong các phân tích, chúng ta không thể bỏ qua tương quan giữa thị trường nội địa và các biến động ngoài biên giới. Hình 9.8 biểu diễn giá vàng trung bình, tính theo USD, qua từng năm trong thời kỳ 1792-2003. Giá vàng đã tăng lên đáng kể từ sau những năm 1970 cùng với việc chính phủ Hoa Kỳ tuyên bố từ bỏ chế độ bản vị vàng. Sau giai đoạn kinh tế khó khăn, giá vàng tăng cao trở lại vào đầu những năm 2000 cùng mức biến động lớn trong năm 2003-2004.

Bây giờ, chúng ta sẽ xem dần từng phần bức tranh thị trường vàng Việt Nam. Trước tiên là nhu cầu vàng nội địa trong quá khứ, tiếp sau đó, mức lợi suất vàng theo tháng sẽ được khảo sát và đem so sánh với thị trường vàng thế giới. Đối tượng nghiên cứu ở phần cuối cùng là mối liên hệ giữa thị trường vàng trong nước và quốc tế.

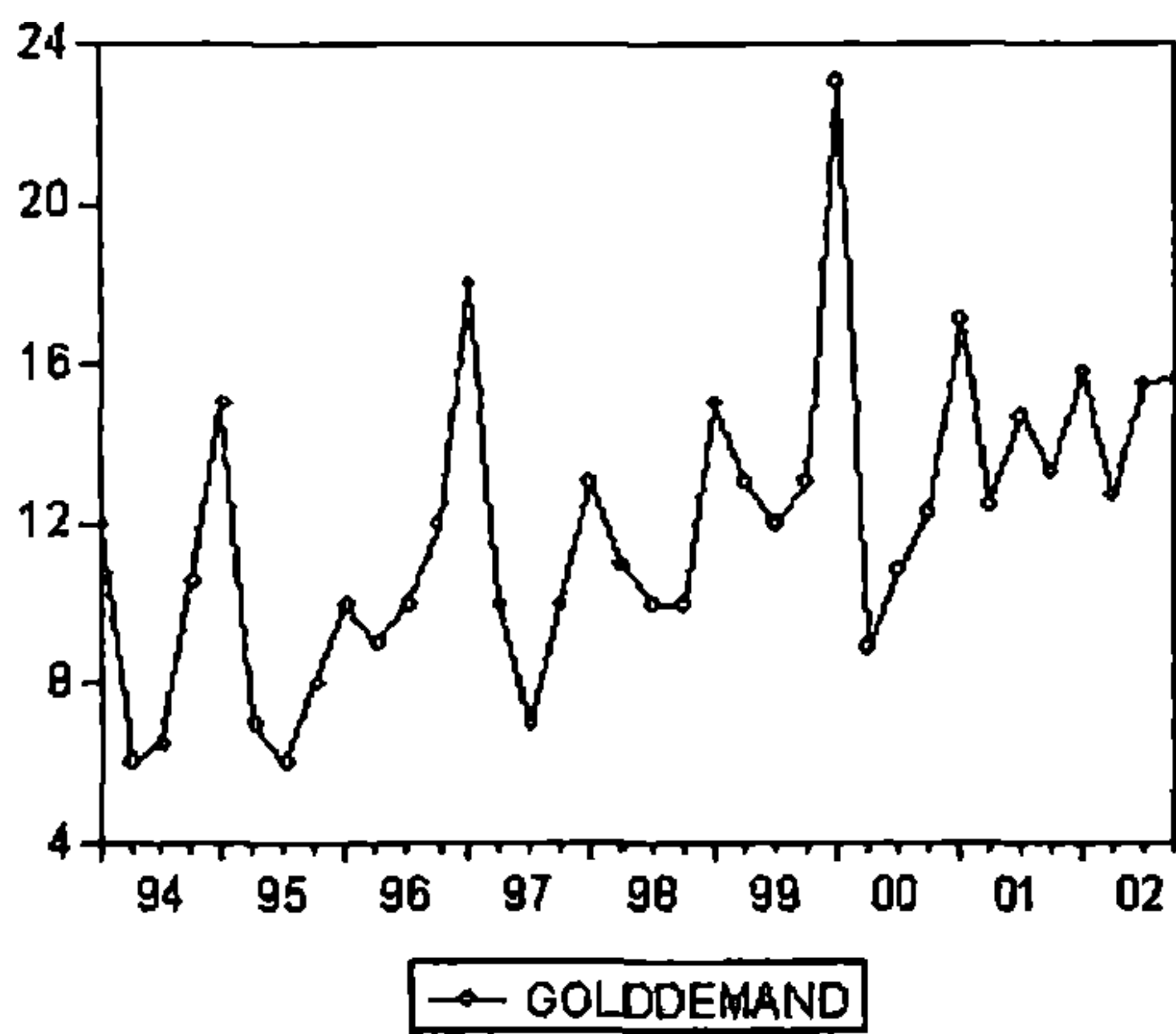
Nhu cầu vàng trong quá khứ và xu hướng

Không có số thống kê chính thức về nhu cầu vàng của Việt Nam.



Bảng 9.8: Giá vàng thế giới thời kỳ 1900-2007
 Nguồn: Hiệp hội Vàng thế giới

Thông số thường được sử dụng là mức ước tính của Hiệp hội Vàng Thế giới. Hình 9.9 phản ánh nhu cầu vàng trong nước, giai đoạn 1994-2002.



Bảng 9.9: Cầu vàng theo quý ở Việt Nam

Dễ dàng nhận thấy cầu vàng có xu hướng tăng dần theo thời gian

(bảng 9.10). Nhu cầu vàng thường tăng đột biến vào quý IV năm trước và quý I năm sau do thói quen tiết kiệm của người dân vào kỳ cuối năm. Hơn nữa, quý I cũng lại là thời gian của Tết nguyên đán truyền thống của người Việt Nam cũng như của đa số các nền kinh tế Đông Á khác nên tiết kiệm vàng và chi tiêu tiền mặt thường tăng mạnh trước ngày Tết.

Bảng 9.10: Cầu vàng Việt Nam và thế giới

	Việt Nam		Thế giới	
	Trang sức	Đầu tư	Tổng	
2005	26,9	34,0	60,9	3091,9
2006	22,1	69,5	91,6	2681,9
2007	21,4	56,1	77,5	2810,9
2008	19,6	96,2	115,8	2906,8

Nguồn: Hội đồng Vàng thế giới. Đơn vị: tấn

Xu thế đi lên của đường cầu vàng có thể kiểm tra qua mô hình ADF theo thời gian trong giai đoạn 1994-2002. Kết quả thống kê được trình bày tóm tắt qua kiểm định như sau:

$$\Delta d_t = \begin{matrix} +15,60 & +0,43t & -2,02d_{t-1} & +0,96\Delta d_{t-1} \\ (3,66)^* & (3,63)^{**} & (-3,81)^* & (2,05)^{***} \\ +0,60\Delta d_{t-2} & +0,22\Delta d_{t-3} & +0,39\Delta d_{t-4} & \\ (1,63) & (0,85) & (2,23)^{**} & \end{matrix}$$

trong đó, (*), (**), và (***) lần lượt là các hệ số có ý nghĩa ở mức 1, 5, và 10%. Hồi qui này có giá trị nhỏ nhất AIC=4,927 và mức độ tương thích khá cao với $\bar{R}^2 = 0,7743$.

Thay đổi theo quý của cầu vàng là một chuỗi dừng theo thời gian, có hệ số tương quan dương tại mức ý nghĩa cao, 1%. Các hệ số quan trọng khác gồm hệ số cắt và hệ số AR(1). Đây là hai hệ số có giá trị tuyệt đối cao nhất: 15,60 và 2,02. Hệ số AR(1) mang dấu âm. Như vậy, cầu vàng ở Việt Nam có tốc độ tăng trưởng tương quan dương với thời gian.

Như đã nhắc tới ở trên, lượng vàng nhập khẩu theo chính ngạch rất nhỏ so với mức tiêu thụ thực tế. Và có vẻ như lượng vàng được chuyển lậu từ nước ngoài vào Việt Nam là khá lớn. Thực tế cho thấy, chi trả

bằng vàng hay gửi tiết kiệm bằng vàng là không đáng kể trong nền kinh tế, có thể nhận định rằng người dân vẫn đang duy trì bền bỉ thói quen tích trữ vàng trong suốt thời gian đó thay vì sử dụng loại tài sản tài chính khác.

Lợi suất vàng theo tháng

Giờ hãy cùng tìm hiểu lợi suất vàng theo tháng, so sánh và đi tìm sự khác nhau giữa lợi suất vàng trong nước và quốc tế. Lợi suất vàng theo tháng được khảo sát trong giai đoạn nghiên cứu từ tháng 1/1998-5/2004. Các con số thống kê chỉ ra một số điểm khác biệt.

Mức lợi suất cao nhất trên thị trường vàng Luân Đôn cho giai đoạn này lên tới 23,4%, trong khi đó ở Việt Nam con số này dừng ở mức 10%. Thị trường Luân Đôn cũng có chỉ số kurtosis lớn gần gấp hai lần so với Việt Nam. Các chỉ tiêu về độ lệch chuẩn và mức độ mất cân đối của lợi suất cũng có tình trạng tương tự, xem bảng 9.11.

Bảng 9.11: So sánh lợi tức vàng hàng tháng

	Luân Đôn	Việt Nam
Trung bình	0,00394	0,00279
Trung vị	-0,00075	0,00087
Cực đại	0,234081	0,10223
Cực tiểu	-0,09959	-0,07710
Độ lệch chuẩn	0,04657	0,02937
Skewness	1,56782	0,50206
Kurtosis	9,86095	5,11438
JB	180, 20*	17, 35*
Xác suất	0,00000	0,00017

Cùng trong giai đoạn này, hệ số tương quan giữa hai dãy lợi suất cũng ở mức cao là 76,84%. Tương quan giữa các chuỗi lợi suất được trình bày trong bảng 9.12. Các hệ số tự tương quan (AC) và Q', và xác suất tương ứng được xem xét với mỗi độ trễ k chạy từ 1 đến 12. Kết quả cho thấy, với lợi suất theo tháng, mức độ tự tương quan trên thị trường vàng Luân Đôn gần như không đáng kể, có ý nghĩa theo tuần với k=6 và không có nghĩa từ mức k=7 trở đi. Tại Việt Nam, tự tương quan hoàn toàn không có.

Bảng 9.12: Tương quan hai dãy lợi suất theo tháng

k	AC	Q'	Xác suất	AC	Q'	Xác suất
1	-0,254	5, 107***	0,024	0,000	0,000	0,998
2	-0,169	7, 405**	0,025	-0,070	0,389	0,823
3	0,038	7, 522***	0,057	0,098	1,175	0,759
4	0,153	9, 446***	0,051	0,088	1,806	0,771
5	-0,106	10, 387***	0,065	-0,078	2,309	0,805
6	-0,062	10, 709***	0,098	-0,037	2,428	0,876
7	0,048	10,904	0,143	0,043	2,588	0,920
8	0,085	11,538	0,173	0,076	3,094	0,928
9	-0,026	11,600	0,237	0,050	3,317	0,950
10	0,000	11,600	0,313	0,070	3,762	0,957
11	0,055	11,875	0,373	-0,012	3,775	0,976
12	-0,063	12,239	0,427	-0,018	3,804	0,987

Đối với đặc tính tự tương quan, chỉ có một vài khác biệt nhỏ giữa hai thị trường vàng Luân Đôn và Việt Nam. Hai chuỗi giá trị lợi suất không chịu tác động đáng kể nào từ hiện tượng này. Bảng 9.14 trình bày lợi suất tháng được qui đổi thành năm cho cả hai thị trường. Thời gian từ 1998 đến tháng 5/2004 được đánh dấu bằng 11 điểm thời gian với mỗi khoảng 7 tháng. Mức trung bình được tính cho từng kỳ và trình bày trong hàng tương ứng của cột đầu tiên với mỗi thị trường. Ví dụ, lợi suất tháng được qui đổi thành năm của thị trường vàng Luân Đôn chạy từ s.1 đến s.4 là -0,48% mỗi năm. Đây là mức trung bình cho khoảng thời gian từ tháng 1/1998 đến tháng 5/2000.

Mức lợi suất theo thời gian có xu hướng tăng lên trên cả thị trường Việt Nam và thế giới. Tuy nhiên, mức độ tăng thực tế có sự khác biệt. Trong khoảng từ tháng 10/1999 đến tháng 5/2000, lợi suất bình quân qui đổi theo năm trên thị trường vàng Việt Nam cao gấp 3,11 lần thị trường Luân Đôn. Mặc dù vậy, mức bình quân tháng của giai đoạn từ tháng 3/1999 đến tháng 5/2000 là xấp xỉ nhau, lần lượt là 8,19% và 8,41% tại Luân Đôn và Việt Nam.

Trong các giai đoạn giá vàng thế giới sụt giảm, giá vàng tại Việt Nam cũng bị ảnh hưởng. Mức lợi suất âm của thị trường vàng Việt Nam đa phần tương đồng với thị trường thế giới tuy có khác biệt về độ lớn. Hiện

tượng này đặt ra giả thiết tồn tại quan hệ đáng chú ý giữa thị trường vàng nội địa và quốc tế. Nhưng trước hết, cần tìm hiểu sâu hơn về thị trường vàng trên cơ sở mức lợi suất theo ngày.

Đặc tính lợi suất vàng theo ngày và hiệu quả của thị trường

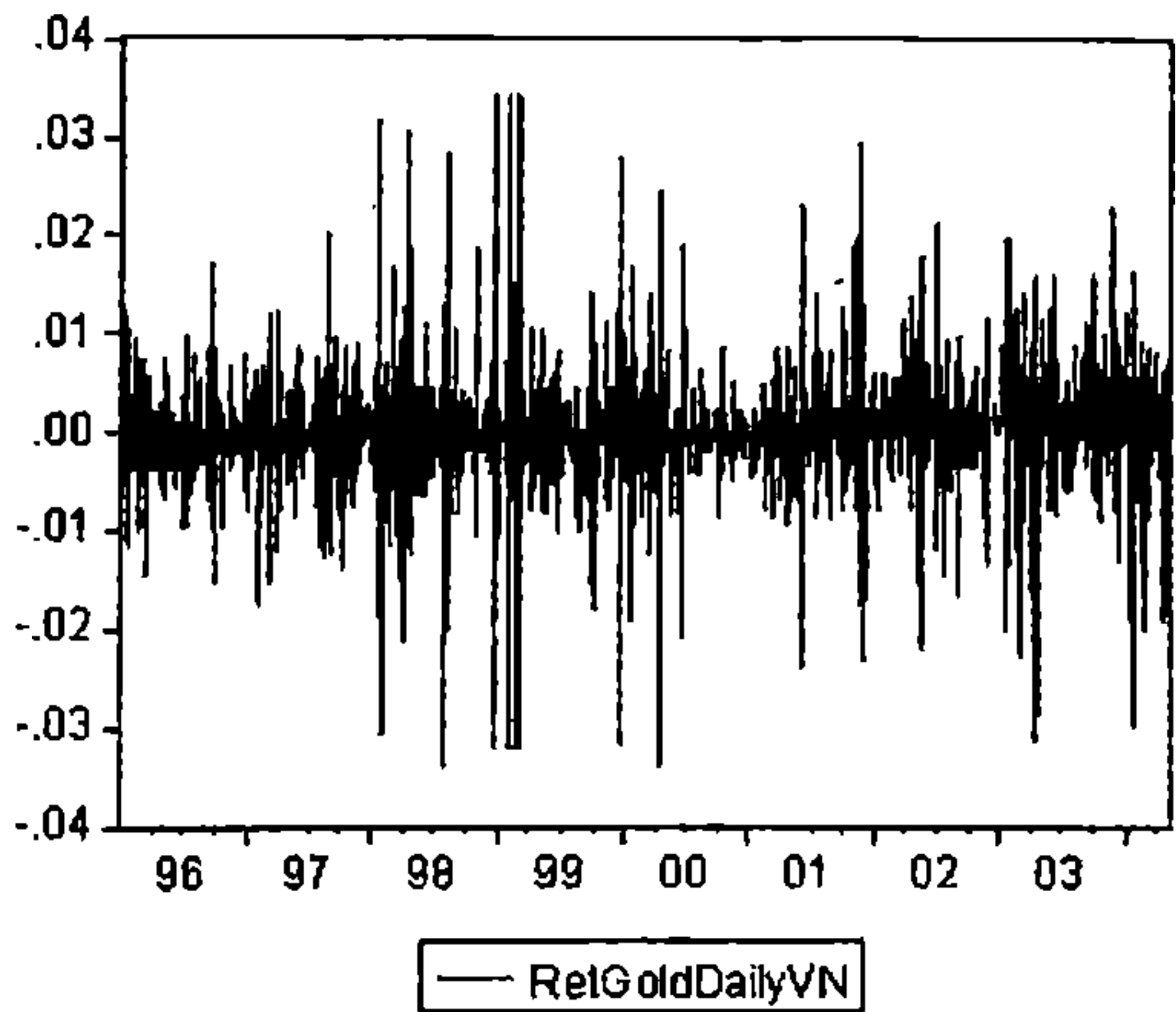
Mức biến động lợi suất vàng trong ngày trên thị trường Luân Đôn rất lớn, trong khi dao động trong ngày tại thị trường vàng Việt Nam nhỏ hơn nhiều, xem hình 9.1. Dữ liệu ngày tại Việt Nam được tập hợp từ tháng 1/1996 đến tháng 5/2004, tại thị trường Luân Đôn là từ tháng 1/1998 đến tháng 5/2004.

Bảng 9.13 tóm tắt các chỉ số thống kê của hai thị trường để tiện so sánh. Một lần nữa, có thể quan sát rõ mức độ dao động nhỏ hơn của thị trường vàng Việt Nam. Giá trị tuyệt đối của chênh lệch giữa mức lợi suất lớn nhất và nhỏ nhất tại Việt Nam bằng $\frac{1}{5}$ tại Luân Đôn. Lợi suất bình quân trong ngày cũng có tỷ lệ tương tự. Lợi suất tại cả hai thị trường đều có phân phối Gauss thông qua giá trị JB lớn đáng kể.

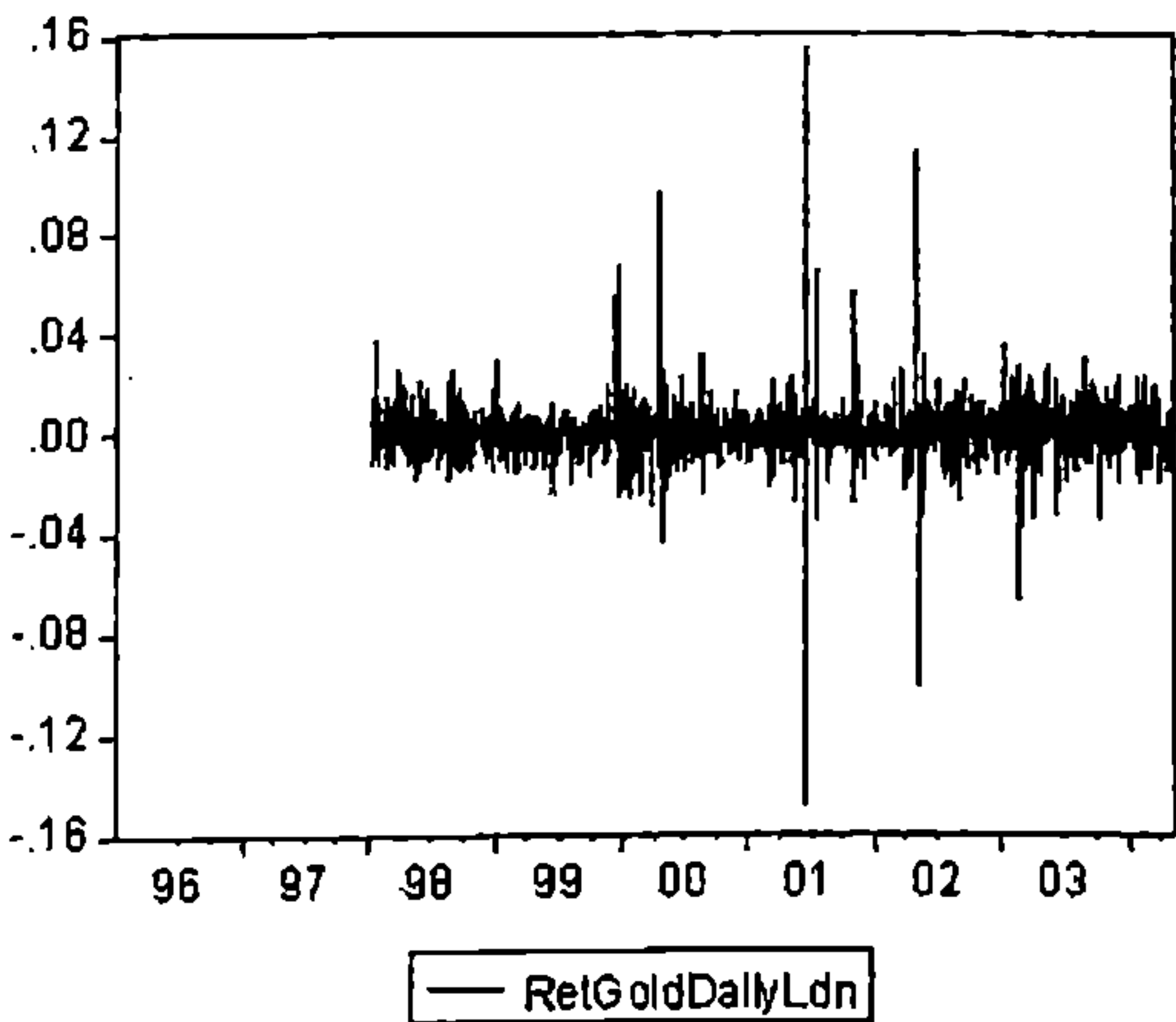
Bảng 9.13: Lợi suất vàng theo ngày tại Luân Đôn và Việt Nam

	Luân Đôn	Việt Nam
Trung bình	0,000246	0,000011
Trung vị	0	0
Cực đại	0,154949	0,034183
Cực tiểu	-0,149947	0,033985
Δ	0,011538	0,005860
Skewness	0,81	-0,14
Kurtosis	53,10	12,50
JB	173027,20	8182,47
Xác xuất	0	0
Số quan sát	1653	2176

Hình 9.1: Lợi suất vàng theo ngày



(a) Việt Nam



(b) Luân Đôn

Bảng 9.14: Quy đổi lợi suất vàng từ tháng thành năm
Lợi suất tháng tại Luân Đôn

	s.1	s.2	s.3	s.4	s.5	s.6	s.7	s.8	s.9	s.10	s.11
s.1	2,62	0,62	-64,6	-0,48	-2,02	-3,13	-1,06	2,4	3,94	4,94	4,73
s.2		-1,09	-10,35	-1,37	-3,01	-4,11	-1,59	2,38	4,09	5,17	4,91
s.3			-19,62	-1,51	-3,65	-4,87	-1,68	2,96	4,83	5,95	5,57
s.4				16,6	4,33	0,04	2,8	7,47	8,9	9,6	8,72
s.5					-7,94	-8,24	-1,8	5,19	7,36	8,43	7,6
s.6						-8,53	1,27	9,56	11,18	11,71	10,19
s.7							11,06	18,61	17,75	16,77	13,93
s.8								26,16	21,1	18,67	14,64
s.9									16,05	14,92	10,81
s.10										13,8	8,19
s.11											2,58
Lợi suất tháng tại Việt Nam											
	s.1	s.2	s.3	s.4	s.5	s.6	s.7	s.8	s.9	s.10	s.11
s.1	-13,04	-7,78	-9,28	-4,74	-4,69	-5,07	-3,54	-0,32	2,21	2,87	3,35
s.2		-3,26	-7,67	-2,37	-2,9	-3,71	-2,19	1,24	3,84	4,39	4,75
s.3			-12,08	-1,92	-2,78	-3,82	-1,97	1,98	4,85	5,35	5,64
s.4				-49,04	1,867	-1,06	0,555	4,8	7,68	7,84	7,86
s.5					-4,52	-5,72	-2,01	3,94	7,56	7,77	7,81
s.6						-6,92	-0,76	6,75	10,58	10,22	9,86
s.7							5,41	13,59	16,42	14,51	13,22
s.8								21,77	21,92	17,54	15,17
s.9									22,07	15,43	12,96
s.10										8,79	8,41
s.11											8,03

Ghi chú: Giá trị tính toán được nhân với 100

Bảng 9.15 trình bày hệ số tự tương quan và Q' của lợi suất ngày trên hai thị trường theo 12 độ trễ đầu tiên, và 9 mức trễ từ 20 đến 100 cùng các giá trị p -value tương ứng. Không giống với phân tích dữ liệu tháng (xem bảng 9.12), lợi suất vàng theo ngày có mức độ tự tương quan cao, tại mức ý nghĩa 1%. Các giá trị Q' đều khá lớn cho dù với độ trễ gần.

Bảng 9.15: Tương quan hai dãy lợi suất theo ngày						
Luân Đôn				Việt Nam		
k	AC	Q'	Xác suất	AC	Q'	Xác suất
1	-0,189	59,26	0,00	-0,160	55,45	0,00
2	0,010	59,42	0,00	0,010	55,69	0,00
3	0,008	59,53	0,00	0,023	56,87	0,00
4	0,038	61,88	0,00	-0,003	56,89	0,00
5	-0,037	64,14	0,00	-0,001	56,89	0,00
6	0,014	64,49	0,00	-0,009	57,05	0,00
7	-0,046	68,04	0,00	0,036	59,92	0,00
8	0,060	74,11	0,00	-0,015	60,44	0,00
9	-0,035	76,170	0,00	0,049	65,63	0,00
10	0,022	77,010	0,00	0,007	65,72	0,00
11	-0,046	80,52	0,00	0,017	66,37	0,00
12	0,012	80,76	0,00	-0,037	69,40	0,00
20	0,010	94,32	0,00	-0,011	71,01	0,00
30	0,011	112,41	0,00	-0,023	83,99	0,00
40	0,023	116,41	0,00	0,016	114,34	0,00
50	-0,003	121,52	0,00	-0,034	123,64	0,00
60	0,031	131,87	0,00	-0,013	135,99	0,00
70	-0,013	141,35	0,00	0,031	147,58	0,00
80	0,030	146,74	0,00	0,055	160,92	0,00
90	0,037	152,82	0,00	0,009	170,46	0,00
100	0,062	166,48	0,00	0,013	175,77	0,00

Bảng 9.15 cho thấy hai dãy lợi suất theo ngày có mức độ tự tương quan cao, từ đó cho phép kết luận thị trường vàng không hiệu quả. Có thể sử dụng 1.652 quan sát tại thị trường Luân Đôn để kiểm định kết luận này theo phương trình 9.2.

$$r_t = \begin{matrix} +1,04 \times 10^{-5} \\ (0,0967) \end{matrix} \begin{matrix} -0,159638r_{t-1} \\ (-3,8304)^* \end{matrix} \tag{9.2}$$

trong đó (*) thể hiện hệ số có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Hồi qui này có giá trị nhỏ nhất $AIC = -7,4652$ và $\bar{R}^2 = 0,0250$. Không có tự tương quan trong các giá trị nhiễu với $BG = 1,69$, $k = 2$. Kết quả hồi qui với thị trường Việt Nam cũng tương tự và được trình bày trong phương trình 9.3, trong đó (***) thể hiện hệ số có ý nghĩa ở mức 10%.

$$r_t = \begin{matrix} +25,3 \times 10^{-5} & -0,189162r_{t-1} \\ (1,0775) & (-1,8498)^{***} \end{matrix} \quad (9.3)$$

Các kết quả ước lượng cho thấy, hệ số $AR(1)$ của cả hai thị trường đều rất có ý nghĩa và mang dấu âm, trong khi các hằng số không có ý nghĩa thống kê với các giá trị khác 0.

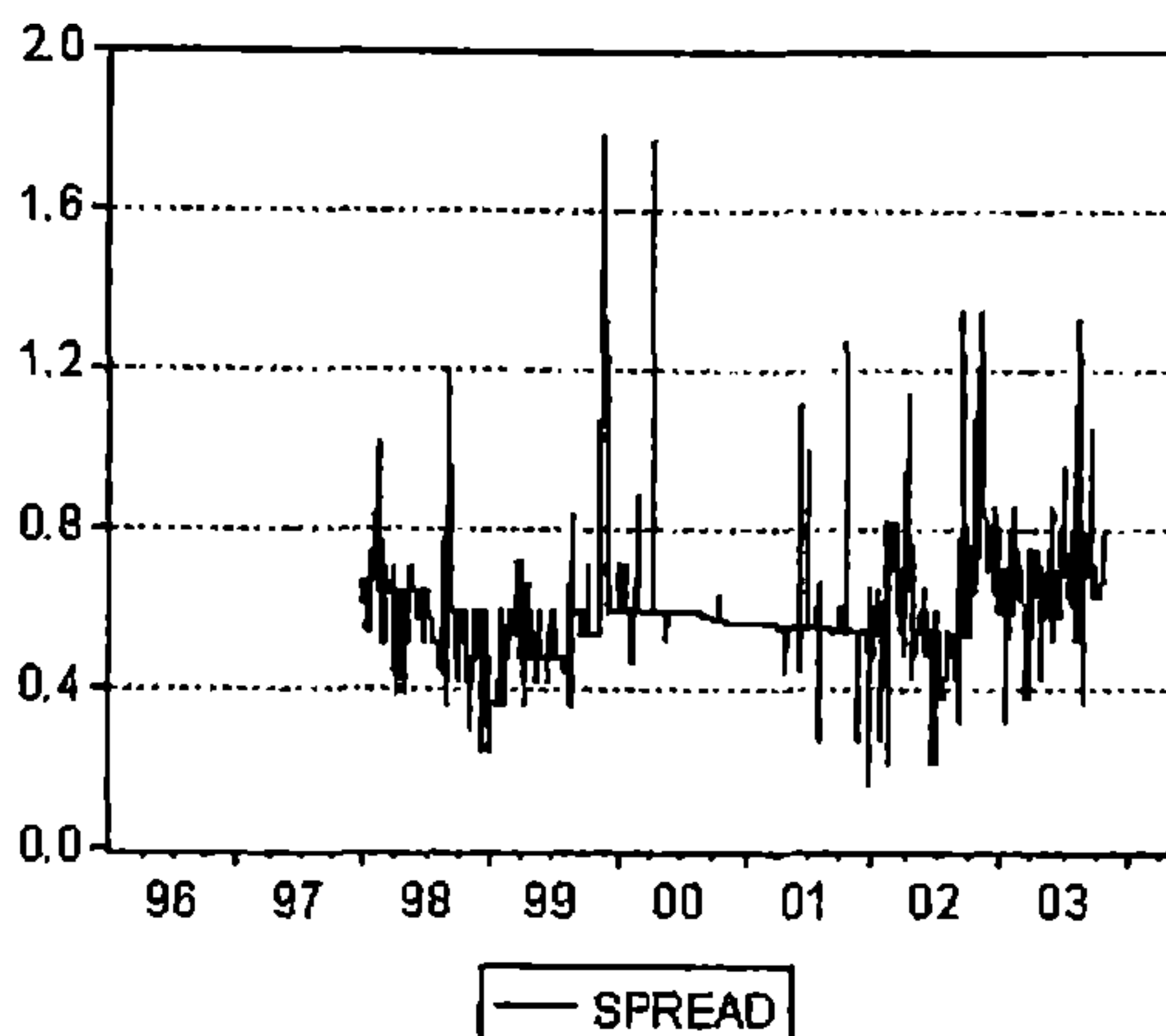
Như vậy, giá vàng trong ngày chịu ảnh hưởng đáng kể của giá vàng ngày liền trước. Điều này đồng thời bác bỏ mức độ hiệu quả dạng yếu của thị trường vàng tại cả Luân Đôn và Việt Nam trong giai đoạn 1998-2004. Kết luận này khác với kết quả mà Solt và Swanson đã công bố năm 2002 (xem [101]) về tính hiệu quả của thị trường vàng và bạc. Cũng lưu ý thêm, trên thị trường Luân Đôn, giá vàng trong quá khứ có ý nghĩa nhưng không có ảnh hưởng lớn tới giá vàng hiện tại. Đối với thị trường Việt Nam, giá vàng trong quá khứ có ý nghĩa ở mọi cấp độ.

Chênh lệch đầu cơ

Các phân tích trên đều sử dụng giá vàng bình quân. Trên thị trường, khách hàng và các cửa hàng vàng đưa ra các mức giá mua và bán khác nhau. Câu hỏi là khoảng cách giữa mức mua và mức bán lớn tới đâu. Hình 9.2 cho thấy biến động của khoảng cách này, tính bằng đơn vị USD, theo thời gian tại Việt Nam.

Chênh lệch mua và bán vàng thay đổi theo thời gian quanh mức 0,4-0,8 USD/ounce trong điều kiện thị trường ổn định, không có kỳ vọng biến động giá vàng trong ngắn hạn. Có một số thời điểm, mức chênh lệch khá lớn, từ mức cao 1,78 USD/ounce giảm xuống mức thấp 0,16 USD/ounce. Bên cạnh lý do tỷ giá USD/VND thay đổi, biên độ dao động rộng còn do mức độ sôi động của giao dịch trên thị trường quyết định.

Tuy nhiên, tình hình sẽ thay đổi khi thị trường đặt kỳ vọng vào những biến động lớn trong tương lai, dù đó chỉ là tin đồn. Khi nghe được dự báo biến động giá vàng trên thị trường thế giới, các chủ cửa hàng vàng



Hình 9.2: Chênh lệch giá mua và giá bán vàng tại Việt Nam

và ngay cả người dân cũng có xu hướng cất giữ hoặc nói rộng khoảng cách giá mua - giá bán để phòng ngừa rủi ro. Hiện tượng này phổ biến ở Việt Nam và là nguyên nhân lý giải các dao động khoảng cách lớn trong hình 9.2.

Kênh đầu tư hấp dẫn

So với các nước trong khu vực, thị trường vàng Việt Nam đang có tốc độ phát triển nhanh nhất. Tuy nhiên, để thị trường vàng Việt Nam đuổi kịp với các thị trường vàng trong khu vực, cần đạt đến tiêu chí của một thị trường mở để kết nối với các giao dịch của thị trường vàng thế giới.

Như lý giải của các chuyên gia, sở dĩ vào đầu năm 2008, lượng vàng giao dịch trên thị trường và số lượng vàng nhập khẩu tăng đột biến là do nhu cầu trong nước tăng mạnh. Khi thị trường chứng khoán sụt giảm, thị trường bất động sản trầm lắng, giá vàng thế giới lại tăng nhanh và khá cao đã thu hút người dân chuyển kênh đầu tư từ cổ phiếu hoặc nhà đất sang vàng. Vàng là kênh đầu tư thứ tư thu hút các nhà đầu tư bên cạnh bất động sản, đồng USD và chứng khoán.¹²

¹² Albert Cheng, Tổng Giám đốc WGC - khu vực châu Á

9.2.5 Thị trường vàng trong nước và quốc tế

Phần này xem xét quan hệ giữa thị trường vàng Việt Nam và quốc tế trong bối cảnh quá trình cải cách thị trường tài chính diễn ra nhanh chóng.

Trong hình 9.1, thị trường Luân Đôn có mức lợi suất và dao động giá vượt trội so với Việt Nam. Số đỉnh biến động, cả tăng và giảm, cũng nhiều hơn Việt Nam. Các quan sát này rất đáng lưu tâm vì trong quá trình tự do hóa thương mại, hội nhập vào nền kinh tế thế giới, các khác biệt trong xu hướng giá và lợi suất dần được loại bỏ.

Khác biệt vẫn sẽ tồn tại nhưng tình thế cũng dần được cải thiện nhờ sự đột phá của công nghệ thông tin, đặc biệt là Internet, trên toàn cầu nói chung và Việt Nam nói riêng. Thông tin tức thời, liên tục được truyền tải trên “siêu xa lộ thông tin” giúp người dân bình thường cũng có thể biết ngay xu hướng biến động của giá vàng đang giao dịch ở bất cứ đâu trên thị trường thế giới.

Giá vàng tại Việt Nam vẫn chưa theo sát với giá trên thị trường thế giới mặc dù những dấu hiệu hội tụ đang dần xuất hiện. Giải thích vấn đề này, Hiệp hội Kinh doanh Vàng Việt Nam cho rằng: thị trường vàng Việt Nam mới dừng lại ở việc hoạt động và đáp ứng theo khả năng cung cầu của thị trường trong nước. Giá vàng trong nước không chỉ phụ thuộc vào giá vàng nguyên liệu mà còn phụ thuộc vào chi phí gia công trong nước. Bên cạnh đó, thị trường vàng Việt Nam vẫn chưa liên kết được với thị trường vàng thế giới. Hệ thống hành lang pháp lý vẫn còn yếu và thiếu hướng dẫn cho hoạt động của các sản phẩm giao dịch vàng.

Thị trường vàng của Việt Nam hoạt động dưới sự quản lý và giám sát của Ngân hàng Nhà nước từ việc xuất nhập khẩu đến sản xuất và tiêu thụ. Đến năm 2008, Ngân hàng Nhà nước đã cấp phép cho khoảng 20 ngân hàng và doanh nghiệp kinh doanh vàng. Hoạt động nhập khẩu vàng của các đơn vị sản xuất kinh doanh vàng phải thực hiện hạn ngạch.

Giá vàng quy đổi thường được tính theo công thức: Giá vàng quy đổi (VND/lượng) = Giá vàng thế giới (USD/Oz) $\times$ 1,20556 $\times$ Tỷ giá USD/VND. Trong đó, 1 lượng = 1,20556 troy ounce. Từ cách tính này, rõ ràng tại cùng một thời điểm mức giá vàng giao dịch trong nước thường có xu hướng cao hơn hẳn giá vàng của thế giới (đôi khi cũng

thấp hơn một chút nhưng rất hiếm trong vài năm trở lại đây).

Tại Việt Nam, quan hệ thị trường trong nước và quốc tế thể hiện đồng điệu và rõ nhất qua việc xác định giá vàng trên các sàn giao dịch vàng, được mở ra ngày một nhiều nhằm đáp ứng nhu cầu đầu tư của công chúng trong nước. Trung tâm giao dịch vàng Ngân hàng thương mại cổ phần Á Châu (ACB) là sàn giao dịch vàng đầu tiên với 2 điểm giao dịch: Trung tâm Giao dịch Vàng Sài Gòn khai trương ngày 25/05/2007 đặt tại 29 Lý Thường Kiệt, quận Tân Bình, thành phố Hồ Chí Minh và Sàn Giao dịch Vàng Sài Gòn khu vực Hà Nội khai trương ngày 27/03/2008 tại 48 Phùng Hưng, quận Hoàn Kiếm. Trung tâm giao dịch vàng (sàn giao dịch vàng) được thành lập dựa trên sự đồng thuận của 4 ngân hàng và 5 doanh nghiệp kinh doanh vàng tại thành phố Hồ Chí Minh nhằm áp dụng một cơ chế giao dịch vàng mang tính tập trung, minh bạch, thuận tiện và an toàn dựa trên cơ sở giá vàng thế giới và tâm lý của nhà đầu tư trên sàn vàng và các thông tin bên ngoài khác như tỷ giá và tình hình kinh tế trong nước. Các giao dịch mua bán vàng của sàn được thực hiện tự động thông qua hệ thống công nghệ thông tin hiện đại các sàn giao dịch hàng hóa trên thế giới hiện nay đang áp dụng.

Ngay sau khi ra đời, các sàn giao dịch vàng đã thu hút đông đảo nhà đầu tư tham gia. Tuy nhiên, do còn non trẻ và thiếu kinh nghiệm, các sàn vàng vẫn hay gặp những sự cố “cười ra nước mắt” làm phiền lòng các nhà đầu tư. Số lượng nhiều các tin tức về sự cố “sập sàn” - hệ thống điện tử bị hỏng và các giao dịch không thực hiện được; hay câu chuyện về khoản thua lỗ lên tới cả ngàn lượng do sai sót trong thực hiện giao dịch... quả thực không hiếm. Trong cuộc chơi như vậy, quá khó cho các nhà đầu tư vàng tồn tại, chứ chưa nói tới chuyện kiếm lãi.

Vàng có vai trò quan trọng đối với đông đảo người dân Việt Nam trong các hoạt động thanh toán và cất trữ của cải. Thời kỳ đổi mới kinh tế, các thành tựu cải thiện đời sống và tích lũy tài sản trong xã hội, cộng với tác động tâm lý bấy đàn, là nguyên nhân làm tăng đáng kể cầu vàng ở Việt Nam. Kết quả, như quan sát thấy, giá vàng trong nước thường cao hơn giá thế giới.

Một số ngân hàng thương mại ở Việt Nam có triển khai nghiệp vụ nhận gửi vàng có trả lãi suất. Vào những thời điểm đồng nội tệ đối diện với nguy cơ mất giá cao, công chúng tiêu dùng giữ thói quen chuyển các

dạng tài sản khác nhau về vàng và đôla Mỹ. Giá vàng cũng có quan hệ chặt chẽ với giá bất động sản do truyền thống định giá nhà và đất bằng vàng của người Việt Nam.

Quản lý giao dịch và kinh doanh vàng

Sản lượng vàng khai thác ở Việt Nam chỉ đáp ứng một phần nhỏ nhu cầu vàng trong nước. Ước tính trong năm 2003, cầu vàng của Việt Nam là 53 tấn trong khi sản lượng khai thác chỉ ở mức gần 2 tấn. Lượng vàng thiếu hụt lớn được giải quyết bằng nguồn nhập khẩu. Việc nhập khẩu vàng do Ngân hàng Nhà nước quản lý rất chặt chẽ với thuế suất nhập khẩu và hạn mức nhập khẩu (quota). Tuy vậy, cơ chế quản lý này đối diện với thách thức không nhỏ từ nạn buôn lậu vàng vào (thậm chí cả ra khỏi) Việt Nam.

Kể từ khi sàn giao dịch vàng đầu tiên của ngân hàng ACB được khai trương, giao dịch vàng tại Việt Nam càng trở nên nhộn nhịp hơn. Ngày càng có thêm nhiều sàn giao dịch vàng được mở mới. Những người tham gia giao dịch phần lớn là nhà đầu tư không chuyên nghiệp, và đặt kỳ vọng cao vào khoản lợi nhuận có được nhanh chóng qua đầu cơ vàng. Kết cục đa phần là thất vọng. Báo chí và các phương tiện truyền thông thường xuyên đưa thông tin về các khoản thua lỗ nhiều tỉ đồng của những người đầu tư vàng cũng như các khuyến cáo về cạm bẫy trong giao dịch vàng quốc tế.

Tuy vậy, khoảng cách chênh lệch lớn giữa giá mua và giá bán vẫn là lực hấp dẫn khó lòng thoát khỏi. Mãi mê theo đuổi mức lợi suất rất cao, nhiều nhà đầu tư vàng quên mất rằng, so với thị trường chứng khoán, trên sàn giao dịch vàng, các lệnh mua - bán có hai điểm khác biệt cơ bản: (i) mọi lệnh mua hay bán đều luôn được thực hiện; và(ii) có duy nhất một tài sản để lựa chọn đầu tư. Chính điều này gia tăng đáng kể mức độ rủi ro của đầu tư vàng, nó cũng lý giải vì sao trong khoảng thời gian ngắn, khoản tiền thua lỗ có thể lên tới vài chục tỷ đồng.

9.2.6 Một số kết luận thực nghiệm

Nghiên cứu thực nghiệm thống kê về thị trường vàng ở Việt Nam đem lại nhiều hiểu biết thú vị

Cầu vàng tại Việt Nam tiếp tục tăng lên

Cầu vàng ở Việt Nam là một chuỗi dừng theo thời gian trong suốt những năm đổi mới kinh tế. Nói cách khác, tốc độ tăng trưởng cầu vàng có tương quan dương với thời gian. Hệ thống cấp hạn ngạch nhập khẩu vàng, do đó, có thể sẽ không còn thích hợp do nhu cầu vàng thực tế vượt quá mức ước tính của cơ quan quản lý. Đây chính là cơ hội để hoạt động buôn lậu vàng phát triển, gây bất ổn trên thị trường. Và với vai trò quan trọng của vàng, điều này có thể tạo ra những hiệu ứng tiêu cực làm mất ổn định đời sống dân cư.

Đặc tính của lợi suất vàng

Lợi suất vàng theo tháng tại Việt Nam không thể hiện rõ tính chất tự tương quan trong giai đoạn 1998-2004. Xu hướng điều chỉnh mức lợi suất của vàng trong những năm gần đây ngày càng hiện rõ. Lợi suất vàng ở Việt Nam cũng ổn định hơn so với thị trường vàng Luân Đôn. Thị trường vàng trong nước vận động tương đồng với thị trường quốc tế nhưng với biên độ dao động nhỏ hơn.

Thị trường vàng không hiệu quả

Thị trường vàng không hiệu quả do ước lượng giá vàng trong tương lai chịu tác động của các mức giá quá khứ. Giá vàng ở Việt Nam là chuỗi dữ liệu có đặc tính tự tương quan không có tham số ước lượng. Mức ý nghĩa của $AR(1)$ với giá vàng Việt Nam lớn hơn rất nhiều so với chỉ số này tại thị trường Luân Đôn.

Liên kết thị trường nội địa và quốc tế

Thị trường vàng Việt Nam có tương quan đồng biến rất rõ rệt với thị trường vàng quốc tế. Quá trình hội nhập kinh tế quốc tế trong những năm qua đang dần thu hẹp khoảng cách giữa các mức giá bên trong và bên ngoài nền kinh tế. Mối liên hệ này rõ ràng hơn khi xem xét mức độ phụ thuộc của lợi suất vàng tại Việt Nam với lợi suất trên thị trường Luân Đôn. Kết luận tương tự cũng được tìm thấy ở nhiều thị trường tài sản tài chính khác tại Việt Nam.

9.3 Đồng đôla Mỹ ở Việt Nam

Phần này trình bày về vai trò và đặc tính của USD trong nền kinh tế Việt Nam với tư cách một công cụ thanh toán, một phương tiện cất trữ của

cải, một tài sản đầu tư phổ biến và rất được ưa chuộng tại Việt Nam, nhất là trong những thời kỳ có nhiều biến động.

9.3.1 Vài nét về đồng đôla Mỹ ở Việt Nam

Việt Nam từng bước rời bỏ hệ thống kinh tế kế hoạch hóa tập trung từ giữa những năm 1980. Cách nhìn cởi mở hơn với khu vực kinh tế tư nhân đã giúp cho môi trường đầu tư mới phát triển hơn, từ cả hai nguồn trong và ngoài nước. Bên cạnh sự tồn tại và hoạt động của các đơn vị kinh tế chính thức trong hệ thống tài chính, số hộ kinh doanh tư nhân gia nhập lĩnh vực dịch vụ tài chính cũng tăng nhanh như nấm sau mưa, đặc biệt là ở khu vực thành thị. Với sự hồi sinh của khu vực tài chính trọng yếu trong nền kinh tế, dân chúng cũng chuyển mối quan tâm về kinh tế thành các bài toán đầu tư và những tài sản tài chính sinh lời, chẳng hạn như các loại ngoại tệ mạnh. Đồng USD giữ một vai trò trọng yếu trong những tài sản đó.

Đồng USD ngày càng trở nên quan trọng hơn trong danh mục tiết kiệm của các gia đình. Tiết kiệm bằng đồng USD và sở hữu bất động sản trở thành đại diện cho những tài sản quan trọng bậc nhất trong mỗi gia đình người Việt Nam.

Đồng đôla Mỹ và thị trường ngoại hối trong nền kinh tế Việt Nam

Khác với giai đoạn trước những năm 1990, khi mức thu nhập trung bình và tích lũy nói chung còn rất thấp, thành tựu đổi mới kinh tế đã cải thiện một cách căn bản mức sống và tích lũy của đại bộ phận dân chúng. Số lượng giao dịch thanh toán bằng ngoại tệ và bài toán kinh tế phải xử lý do biến động của tỷ giá ngoại tệ ngày càng xuất hiện nhiều hơn. Một phần rất lớn nguyên nhân là việc dỡ bỏ các rào cản thương mại quốc tế đối với những doanh nghiệp thương mại trong nước. Thực cảnh đó, cộng thêm tầm quan trọng của đồng USD trong cơ cấu tích lũy của các hộ gia đình, khiến cho công chúng ngày càng quan tâm hơn đến biến động của tỷ giá cũng như mức lợi suất mà đồng USD có thể đem lại.

Cơ chế tỷ giá: từ cố định tới linh hoạt

Trước thời kỳ mở cửa, ngành ngoại thương Việt Nam phát triển khá khiêm tốn. Quan hệ thương mại tập trung vào các nước thuộc hệ thống

xã hội chủ nghĩa trước đây như Liên Xô, các quốc gia Đông Âu (Cộng hòa dân chủ Đức, Tiệp Khắc, Ba Lan...) và Trung Quốc. Đồng rúp của Liên Xô, vì vậy, là đồng ngoại tệ quan trọng, duy nhất đóng vai trò thanh toán và quy đổi trong thương mại. Đôi khi, trong hoạt động thương mại với các nước khác ngoài khối kinh tế sử dụng đồng rúp, đồng USD được dùng làm đồng tiền thanh toán thay thế. Đặc điểm của thời kỳ này là cơ chế tỷ giá cố định được áp dụng trên toàn quốc. Theo đó, cơ quan quản lý nhà nước về ngoại hối là Ủy ban Vật giá Chính phủ quy định tỷ giá với mọi đồng ngoại tệ.

Chế độ cứng nhắc này thực sự được thay đổi khi quan hệ thương mại bắt đầu mở rộng nhanh chóng với các quốc gia bên ngoài thị trường truyền thống. Đầu những năm 1990, các khoản viện trợ từ khối xã hội chủ nghĩa cho Việt Nam đột ngột sụt giảm theo những thay đổi về chính sách. Nhiều thị trường quen thuộc ở châu Âu giờ vượt khỏi tầm với của các nhà sản xuất trong nước. Hàng hóa và doanh nghiệp Việt Nam phải đi tìm các đối tác thương mại mới. Việc cải cách các hoạt động thương mại là một trong những yêu cầu thiết yếu đối với Việt Nam. Kể từ đó, cụm từ “ngoại tệ mạnh” xuất hiện ngày một thường xuyên hơn trên mặt báo. Sau thời gian này, đồng USD dần trở thành đồng tiền phổ biến thay thế đồng rúp. Lẽ tự nhiên, chế độ tỷ giá cũng phải chấp nhận những thay đổi cần thiết để phản ánh một cấu trúc kinh tế mới của quốc gia.

Vào thời mới mở cửa kinh tế, giới làm ăn trong nước gọi tờ giấy bạc USD mệnh giá 100 USD bằng “1 tờ”, danh từ khá thân thiện, bình dân và dường như mang cả hơi hướng “sành điệu”. Chỉ có những người già mới gọi là *một trăm USD* một cách nghiêm túc.

Khi ấy, cộng đồng người Việt làm ăn, buôn bán ở Đông Âu gọi tờ giấy bạc đó là “1 tờ xanh” (*xanh* - tính từ chỉ màu sắc này được quy ước để gọi đồng USD, khác với *đỏ* người ta quy ước để gọi vàng). Nếu ai nói “Tôi chuyên chạy xanh – đỏ,” thì ngầm hiểu rằng người này chuyên buôn bán USD và vàng. Về sau, ở Hà Nội, người ta còn dùng từ “vé” để chỉ tờ giấy bạc 100 USD, nghe “chịu chơi” hơn.

Phương tiện thanh toán và quy đổi

Đồng USD được chấp nhận rộng rãi như là phương tiện thanh toán nội địa và quốc tế. Trong những thời kỳ mà thâm hụt USD xảy ra

thường xuyên, điều rất không an toàn cho việc giải quyết nợ và thanh toán thương mại, Chính phủ Việt Nam phải can thiệp bằng nhiều cách khác nhau. Một ví dụ là vào ngày 20/12/2003, Ngân hàng Nhà nước đã phải bán 20 triệu USD cho các ngân hàng thương mại để tạo điều kiện nhập khẩu 2 tấn vàng trong giai đoạn giá vàng trong nước tăng đột biến tới 25% trong vòng một năm.

Trong rất nhiều trường hợp, ngay cả khi đồng USD không được dùng như là một phương tiện thanh toán thì nó vẫn được dùng như một phương tiện quy đổi. Các bên tham gia giao dịch sẽ ấn định giá trị thanh toán thực tế bằng một khoản tương đương USD nào đó, với một tỷ giá được thống nhất giữa hai bên. Trên thực tế, việc sử dụng USD như đồng tiền quy đổi trong thực hiện nghĩa vụ tài chính giữa các doanh nghiệp, cá nhân là phương án đơn giản nhất. Khi này, giá trị cuối cùng sẽ là tổng số tiền tính bằng USD mà một bên sẽ nhận được hoặc phải trả. Điều này là hệ quả của việc đồng nội tệ liên tục mất giá so với đồng USD. Trong tình thế đồng Việt Nam có nhiều biến động về giá trị, lựa chọn nắm giữ hoặc quy đổi theo đồng USD luôn được coi là giải pháp an toàn.

Ngay trong thời kỳ khan hiếm ngoại tệ đầu năm 2008, từ vị trí đồng tiền quy đổi, USD đã được một số doanh nghiệp vận tải biển sử dụng như đồng tiền duy nhất. Thật oái ăm, những doanh nghiệp này hoạt động trên lãnh thổ Việt Nam nhưng lại từ chối nhận thanh toán cước phí vận tải bằng các đồng tiền không phải USD. Khó khăn trong mua ngoại tệ tại các ngân hàng thương mại đẩy chênh lệch tỷ giá trên thị trường tự do và tại các ngân hàng lên cao, tới 1.000 đồng/USD vào giữa tháng 6/2008. Ngay tại các ngân hàng cũng tồn tại song song hai cơ chế tỷ giá. Một tỷ giá chính thức theo quy định của Ngân hàng Nhà nước; và một tỷ giá “thỏa thuận” bao gồm tỷ giá theo quy định và phần chênh lệch cộng thêm dưới dạng các khoản phí dịch vụ và tư vấn khách hàng. Tới cuối tháng 4/2009, một lần nữa Ngân hàng Nhà nước quyết liệt áp dụng các biện pháp hành chính để chấm dứt tình trạng niêm yết giá và thanh toán giao dịch bằng USD.

Tính phổ cập và thanh khoản

Các vấn đề liên quan đến tỷ giá, đặc biệt là liên quan đến tỷ giá giữa đồng USD và đồng Việt Nam ngày càng phổ biến hơn trong cộng đồng

kinh tế, cũng như trong dân cư. Đối với cộng đồng kinh doanh, phương pháp tạo thanh khoản nào khi có nguy cơ rủi ro tiền tệ là câu hỏi hóc búa. Đối với công chúng tiêu dùng, những người mà mối quan tâm đầu tiên là hiệu quả của tiết kiệm, thì vấn đề nằm ở sự nhận biết về giá trị và lợi suất giữa các tài sản tài chính khác nhau.

Tính phổ cập của đồng USD ngày càng rộng rãi khiến người ta thường xuyên phải giải bài toán khó: nên gửi đồng USD vào tiết kiệm hay giữ chúng thật chặt dưới gối. Chưa có con số thống kê đáng tin cậy nào về tổng lượng USD được người dân và doanh nghiệp cất giữ là bao nhiêu. Số USD đang trôi nổi trong đời sống kinh tế chỉ có thể nói là “rất lớn”, theo cách hiểu của người Việt Nam.

Tổng lượng ngoại hối luân chuyển thông qua dịch vụ ngân hàng, tính riêng cho năm 2003, là 2,7 tỷ USD (mức này trong năm 2002 là 2,25 tỷ USD). Các chuyên gia ngân hàng cũng ước tính con số này của năm 2004 ở vào khoảng 3,5 tỷ USD, tương đương với khoảng 10% GDP của Việt Nam. Tỷ lệ giữa các doanh nghiệp và dân cư trong dòng luân chuyển ngoại hối được xác định là 55:45. Những con số này cho phép hiểu rằng lượng USD được tích trữ trong dân chúng là rất lớn qua nhiều năm.

Việc sử dụng phổ biến đồng USD của người dân làm tăng tính thanh khoản của đồng tiền này. Thông qua hệ thống vô số các cửa hàng mua bán vàng tư nhân trên toàn quốc, bất cứ ai cũng có thể mua hay bán đồng USD. Lượng USD được giao dịch qua hệ thống này cũng là một ẩn số, không ai có thể đo lường được. Tính thanh khoản rất cao trong khi các giao dịch lại không hề mất phí, trừ phần chênh lệch giữa mua và bán. Thủ tục tương tự cũng được áp dụng tại các ngân hàng thương mại. Ngân hàng Đông Á ở thành phố Hồ Chí Minh - ngân hàng dịch vụ chuyển ngoại hối lớn nhất, cho biết, nếu bên nhận tiền có nhu cầu bán lại USD cho ngân hàng, họ sẽ không phải chịu bất cứ thứ phí nào. Và điều này trở thành một tiền lệ mẫu mực cho tất cả các bên tham gia giao dịch ngoại hối.

Khi đi mua ô tô, máy tính, máy in, mua hàng điện tử, điện lạnh... người bán hàng thường yêu cầu khách hàng thanh toán bằng USD (hoặc ít nhất là tính giá hàng hóa bằng USD, nếu muốn trả bằng tiền đồng Việt Nam thì phải căn cứ vào tỷ giá ngoại tệ tại thời điểm thanh toán).

Thực tế này được gọi bằng một thuật ngữ tài chính là “đôla hóa”.

Trong những thời điểm cung cầu ngoại tệ trên thị trường mất cân bằng như đầu năm 2008, tình trạng đôla hoá cũng gây thêm khó khăn cho sự ổn định của thị trường ngoại tệ. Bởi đôla hoá làm tăng hiện tượng đầu cơ, bóp méo cung cầu ngoại tệ. Đôla hoá cũng làm giảm nhu cầu phát triển các công cụ phòng ngừa rủi ro trên thị trường ngoại hối, không chỉ ảnh hưởng tiêu cực đến sự phát triển chung của thị trường ngoại hối. Đối với các doanh nghiệp, nguy cơ thiệt hại lớn tăng lên do không có công cụ phòng ngừa rủi ro, khi tỷ giá biến động bất thường. Đối với người tiêu dùng, việc niêm yết giá bằng ngoại tệ khiến cho người dân bị thiệt khi thanh toán tiền mua hàng hoá do các cửa hàng áp dụng tỷ giá không thống nhất.

Mặc dù đôla hóa cao, nhưng việc mua đồng USD theo cách hợp pháp (để dùng cho các việc giải quyết nợ ngoại tệ hoặc thanh toán quốc tế) lại không phải lúc nào cũng dễ dàng bởi việc này bị phụ thuộc vào mức dự trữ ngoại tệ của các ngân hàng thương mại. Hầu hết các giao dịch theo cách này đều xảy ra trên thị trường ngoại tệ liên ngân hàng. Phần tiếp theo trình bày hệ thống các quy định về quản lý thị trường ngoại hối ở Việt Nam.

Quy định về ngoại hối

Việt Nam vẫn được coi là quốc gia quản lý ngoại hối chặt chẽ, nhất là với đồng USD. Điều này thể hiện qua số lượng khá nhiều văn bản pháp quy do Chính phủ và Ngân hàng Nhà nước ban hành chi phối đến giao dịch ngoại hối, bao gồm: mua/bán ngoại hối để giải quyết nợ, thanh toán quốc tế, và chuyển lợi nhuận về nguồn... Hệ thống văn bản này nhìn chung là dày đặc và phức tạp. Tuy nhiên, tất cả đều có chung một “nhiệm vụ”: hạn chế các luồng ngoại tệ chảy ra khỏi Việt Nam một cách không cần thiết và duy trì được dự trữ ngoại tệ phục vụ cho việc thanh toán quốc tế và giải quyết nợ.

Vận hành thị trường và giao dịch ngoại hối ở Việt Nam cần tuân thủ sáu điểm trọng yếu. Một là, hoạt động kinh doanh ngoại hối, từ cửa hàng tư nhân tới bàn trao đổi ngoại tệ của ngân hàng thương mại đều chịu sự kiểm soát và quản lý chặt chẽ của Nhà nước.

Hai là, các doanh nghiệp có đủ điều kiện chỉ được mua USD cho mục đích thanh toán quốc tế và chuyển lợi nhuận về nước. Quá trình mua

ngoại tệ được thực hiện qua nghiệp vụ tại ngân hàng thương mại theo luật định và phụ thuộc vào mức độ sẵn có ngoại tệ dự trữ tại ngân hàng.

Ba là, cá nhân có thể mua ngoại tệ mạnh trên thị trường tự do, dễ nhất là tại các cửa hàng vàng tư nhân. Phần lớn lượng USD mua theo cách này được sử dụng cho mục đích cất trữ, tiết kiệm của cải và thanh toán giao dịch cá nhân trong nước. USD mua trên thị trường tự do không được coi là hợp pháp trong trường hợp cần thực hiện thanh toán quốc tế. Về nguyên tắc, cá nhân muốn thực hiện thanh toán quốc tế bằng USD phải mua từ ngân hàng và cung cấp đầy đủ giấy tờ chứng minh lý do hợp pháp thực hiện thanh toán. Tuy nhiên, có những trường hợp ngoại lệ. Do chênh lệch giữa giá bán ngoại tệ tại các cửa hàng vàng và ngân hàng thương mại, đôi khi có thể mang sẵn một lượng USD tới ngân hàng cùng yêu cầu chuyển toàn bộ lượng tiền này ra nước ngoài để thanh toán học phí du học hay viện phí điều trị bệnh tật.

Bốn là, Chính phủ luôn giữ quyền can thiệp mạnh mẽ vào thị trường ngoại hối. Tiêu biểu là việc ban hành Quyết định số 37/1998/QĐ-TTg yêu cầu các doanh nghiệp có doanh số xuất khẩu phải bán lại toàn bộ phần ngoại tệ được thanh toán cho ngân hàng thương mại được ủy quyền.

Năm là, thị trường liên ngân hàng có vai trò quan trọng bậc nhất trong hoạt động kinh doanh ngoại hối.¹³

Sáu là, đầu cơ ngoại tệ là tội nghiêm trọng. Các giao dịch ngoại hối trái với luật định phải chịu hình thức xử lý nghiêm khắc theo tinh thần của Nghị định số 63/1998/NĐ-CP.

Tổ chức của thị trường ngoại hối

Trung tâm giao dịch ngoại tệ ra đời theo Quyết định 207/NH-QĐ ngày 16/08/1991 của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, hoạt động như một thị trường chính thức với các mục tiêu: (i) Thiết lập thị trường ngoại tệ chính thức giao dịch giữa các ngân hàng và các đơn vị kinh tế; (ii) Đánh giá và đo lường cung cầu ngoại tệ trên thị trường; (iii) Quyết định tỷ giá chính thức hợp lý giữa USD và đồng Việt Nam; và, (iv) Chuẩn bị những điều kiện ban đầu cho việc hình thành thị trường tài chính trong tương lai.

Sau 3 năm hoạt động với 2 phiên giao dịch diễn ra hàng tuần vào

¹³Xem thêm về thị trường liên ngân hàng đã trình bày ở trang 213

ngày thứ ba và thứ sáu tại Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh, năm 1994 Trung tâm giao dịch ngoại tệ chấm dứt hoạt động, thay vào đó là thị trường ngoại tệ liên ngân hàng.

Thị trường ngoại tệ liên ngân hàng ở Việt Nam bắt đầu hoạt động vào ngày 15/10/1994 theo Quyết định số 203A/QĐ ngày 20/9/1994 của Thống đốc Ngân hàng Nhà nước nhằm xây dựng một thị trường có tổ chức cho các giao dịch ngoại tệ giữa các ngân hàng thương mại và tạo cơ sở hình thành thị trường ngoại hối hoàn chỉnh trong tương lai.

Ngoài ra, thông qua thị trường ngoại hối liên ngân hàng, Ngân hàng Nhà nước có thể can thiệp một cách hữu hiệu vào thị trường nhằm thực thi chính sách tiền tệ quốc gia. Trên thị trường liên ngân hàng, tỷ giá ngoại tệ do Ngân hàng Nhà nước qui định và biến động trong biên độ cho phép.

Các sản phẩm tài chính trên thị trường ngoại hối liên ngân hàng Việt Nam còn ở mức độ đơn giản. Các giao dịch kỳ hạn (forward) và hoán đổi (swap) được phép thực hiện với thời gian ngắn nhất là 7 ngày và dài nhất là 180 ngày. Tuy nhiên, giao dịch giao ngay (spot) vẫn chiếm tỷ trọng áp đảo tuyệt đối. Khi nhắc tới tỷ giá hối đoái, chúng ta hiểu rằng đó là tỷ giá hối đoái của giao dịch giao ngay.

9.3.2 Lý thuyết, số liệu và mô hình

Trước khi khảo sát số liệu thống kê để tìm kiếm các kết luận thực nghiệm, chúng ta cùng rà soát các mô hình lý thuyết có khả năng vận dụng trong tình hình thực tiễn tại Việt Nam.

Tổng quan lý thuyết về đồng USD

Với tư cách đồng tiền được sử dụng rộng rãi trong các hoạt động thanh toán, đầu tư, cất trữ khắp toàn cầu, USD thu hút sự quan tâm rất lớn từ cộng đồng nghiên cứu quốc tế. Các lý thuyết, mô hình và kết quả khoa học mới về mô hình xác định tỷ giá, mối quan hệ giữa các đồng nội tệ với USD và tác động của thay đổi tỷ giá tới cán cân thương mại, đầu tư, tăng trưởng không ngừng được công bố. Phần này tóm lược những điểm cốt yếu.

Đặc trưng thống kê tỷ giá, vai trò của thông tin và biến động

Mặc dù có bản chất khác nhau nhưng chuỗi dữ liệu tỷ giá thường có các đặc tính thống kê gần gũi với chuỗi giá trên thị trường chứng khoán. Đặc trưng của tỷ giá thường được xem xét thông qua: (i) các chỉ số thống kê cơ bản hoặc theo một mô hình thực nghiệm cụ thể; (ii) so sánh tỷ giá của một đồng tiền tại nhiều quốc gia khác nhau; (iii) so sánh các loại tỷ giá: giao ngay và kỳ hạn, danh nghĩa và thực tế; và (iv), so sánh tỷ giá qua các khoảng phân chia thời gian khác nhau: theo ngày, theo tháng, quý hay năm.

Khi nghiên cứu về tỷ giá, các nhà khoa học quốc tế ưa thích sử dụng các công cụ toán học phức tạp. Hwang (2001:[51]) xem xét quá trình ngẫu nhiên GARCH tích hợp từng phần thông tin bất đối xứng, ký hiệu FIFGARCH(1, d ,1). Các ước lượng được xây dựng trên số liệu tỷ giá giữa USD Canada và Euro với USD từ 1973 đến 1998 trong hơn 6.000 ngày. Kết quả cho thấy, mô hình FIFGARCH có khả năng mô phỏng tốt các đặc trưng của tỷ giá với mẫu nghiên cứu. Trong một nghiên cứu khác, Beine và các đồng tác giả (2002:[9]) chụp lại được đặc trưng của tỷ giá trong thời gian quá trình ghi nhớ dài (long memory) với mô hình FIFGARCH.

Tuy nhiên, với thị trường ngoại hối mới hình thành như của Việt Nam, khi các giao dịch và sản phẩm còn đơn giản, các chỉ số thống kê căn bản mang lại nhiều ý nghĩa hơn cả.

Can thiệp của ngân hàng trung ương

Can thiệp của ngân hàng trung ương vào thị trường tiền tệ rất phổ biến trên thế giới. Ngay trên thị trường phức tạp và có qui mô lớn bậc nhất toàn cầu như Tokyo, các động thái tác động của Ngân hàng Trung ương Nhật Bản (Bank of Japan, BOJ) cũng rất thường xuyên và thậm chí còn với qui mô lớn. Tại Việt Nam, Ngân hàng Nhà nước có tác động rất lớn tới thị trường tiền tệ và thường sử dụng những công cụ mạnh nhất để điều chỉnh thị trường.

Beine *et.al.* (2002:[9]) với mô hình FIFGARCH đã tìm hiểu hiệu ứng các can thiệp của ngân hàng trung ương với biến động tỷ giá trong ngắn hạn. Nỗ lực can thiệp của ngân hàng trung ương, theo kết quả của nghiên cứu này, tạo ra những dấu hiệu sai lệch về mức tỷ giá hợp lý và kéo theo đó là gia tăng biên độ dao động trong ngắn hạn. Hiệu ứng của can thiệp tiếp tục được Beine và Laurent (2003:[10]) nghiên cứu qua mô

hình ARFIMA - FIGARCH như trong phương trình 9.4:

$$\Psi(L)(1 - L)^d(y_t - \mu) = \Theta(L)\epsilon_t, \quad \epsilon_t = \delta_t z_t \quad (9.4)$$

và phương trình 9.5:

$$\delta_t^2(\omega, \beta, \phi, d) = \omega + \{1 - [1 - \beta(L)]^{-1} \phi(L)(1 - L)^d\} \epsilon_t^2 \quad (9.5)$$

Các tác giả sử dụng mô hình ghi nhớ dài hạn kép để xác định đặc trưng tỷ giá DEM, GBP, và JPY với USD trong giai đoạn từ 1980 đến 1996. Rất nhiều dao động đột biến được ghi nhận và theo kết luận của nghiên cứu, những lần can thiệp của ngân hàng nhà nước vào thị trường ngoại hối là nguyên nhân trực tiếp dẫn tới những điểm quan sát kỳ dị.

Tính hiệu quả của thị trường

Khái niệm hiệu quả của thị trường ngoại hối giống với thị trường chứng khoán. Smoluk *et.al.* (1998:[46]), Wu và Chen (1998:[64]) cùng nghiên cứu tỷ giá với USD của bảng Anh, yên Nhật và một số đồng tiền quan trọng tại Tây Âu và Bắc Mỹ. Những nghiên cứu này có chung kết luận ủng hộ giả thiết thị trường hiệu quả. Nói cách khác, mọi thông tin có liên quan đều được phản ánh vào giá của các đồng nội tệ so với USD. Kết luận đồng nhất trên nhiều thị trường quốc tế là gợi ý rất tốt cho kiểm định thống kê với giả thiết này trên thị trường ngoại hối Việt Nam. Từ năm 2003 trở lại đây, trong thời gian giảng dạy các chương trình đào tạo sau đại học về kinh tế và tài chính, chúng tôi bắt gặp khá nhiều luận văn tốt nghiệp giải quyết vấn đề này theo các hướng tiếp cận khác nhau. Các kết luận khá đồng nhất: không bác bỏ giả thiết thị trường hiệu quả.

Những nền kinh tế mới và khủng hoảng tài chính châu Á

Rất nhiều nhà nghiên cứu quan tâm tới thị trường ngoại hối cùng các mô hình tỷ giá mô phỏng vận hành tại các nền kinh tế mới phát triển và các quốc gia Đông Âu đang trong quá trình chuyển đổi mô hình kinh tế. Desai (1998:[78]) khảo sát tỷ giá trong giai đoạn 1990-1996 tại Đông Âu và ghi nhận sự tồn tại dai dẳng của lạm phát gắn liền với mất cân bằng giữa tỷ giá danh nghĩa được định giá thấp, thông qua các ước lượng ngang giá sức mua (PPP-Purchasing Power Parity).

Nhiều điểm gắn gũi với thị trường Việt Nam được trình bày trong nghiên cứu của Guijun và Schramm (2003:[62]) về thị trường ngoại hối

Trung Quốc. Trong quá trình đổi mới kinh tế với đặc trưng dần tự do hóa hoạt động thương mại quốc tế, cơ chế quản lý ngoại hối, mức độ phát triển thị trường, và dỡ bỏ hạn chế giao dịch được điều chỉnh cẩn trọng và từng bước. Khác biệt lớn nhất là trong khi Trung Quốc đã gần như đạt tới giới hạn cuối cùng của cải cách thị trường ngoại hối, thì con đường phía trước của Việt Nam vẫn còn rất dài và nhiều chông gai.

Sau khủng hoảng năm 1997, các nhà nghiên cứu dành nhiều thời gian tìm hiểu chuyển dịch hành vi giao dịch ngoại tệ tại các nền kinh tế châu Á mới phát triển. Jeon và Seo (2003:[5]) tìm hiểu tác động tiêu cực của khủng hoảng lên hệ thống tỷ giá của bốn quốc gia châu Á, trong thời gian từ tháng 1/1999 đến tháng 2/2001. Hai tác giả đi đến kết luận chấp nhận giả thiết thị trường hiệu quả. Kết quả nghiên cứu này cũng cho biết thêm, sau giai đoạn khủng hoảng, mức độ hiệu quả của thị trường có yếu đi trong một khoảng ngắn sau năm 1997 rồi lại quay trở về mức cao.

Trong khi cộng đồng nghiên cứu quốc tế tỏ ra đặc biệt quan tâm tới thị trường ngoại hối và các vấn đề liên quan thì tại Việt Nam, quốc gia nằm trong khu vực “nóng” của khủng hoảng tài chính - tiền tệ, câu chuyện tỷ giá chỉ là mối quan tâm của dân cư và những người làm ăn thuần túy. Những kết quả nghiên cứu đầu tiên về thị trường ngoại hối Việt Nam xuất hiện khá muộn vào năm 2001 [110] và 2002 [122]. Đây cũng là những nỗ lực tập hợp dữ liệu đầu tiên để tiến hành khảo sát thống kê với đặc trưng của thị trường ngoại hối Việt Nam.

Số liệu và mô hình thực nghiệm

Số liệu thống kê đáng tin cậy, được tập hợp trong khoảng thời gian đủ dài để tiến hành các khảo sát định lượng, luôn là thách thức với người nghiên cứu ở bất kỳ đâu. Tại Việt Nam, ngay cả với các cơ quan quản lý nhà nước (Bộ Tài chính và Ngân hàng Nhà nước) hay tổ chức quốc tế (World Bank, IMF), đây cũng là khó khăn không dễ vượt qua.

Để tiến hành phân tích thực nghiệm, dữ liệu được tập hợp theo các tiêu chí sau: (1) Tỷ giá giao ngay giữa VND và USD trong thời gian từ ngày 8/5/1995 đến 20/5/2004. Đây là giai đoạn thị trường ngoại hối Việt Nam ghi nhận nhiều biến chuyển; (2) Tỷ giá bình quân tuần trong cùng

giai đoạn; và (3) Tỷ giá bình quân tháng trong thời gian từ tháng 1/1988 đến tháng 6/2004, đại diện cho giai đoạn đổi mới kinh tế ở Việt Nam.

Dữ liệu tổng hợp từ Ủy ban Vật giá Chính phủ, Bộ Tài chính, Ngân hàng Nhà nước cho thấy, liên tục trong 9 năm, đồng Việt Nam duy trì mức trượt giá đều đặn so với USD.

Số liệu được xử lý với các chỉ số thống kê cơ bản và kiểm định độ tin cậy của mỗi kết luận. Mục tiêu phân tích định lượng hướng tới hai kết luận: (i) giả thuyết thị trường hiệu quả (EMS - Efficient Market Hypothesis) với kiểm định hệ số phương sai Lo-MacKinlay; và (ii) hiệu ứng GARCH trên chuỗi dữ liệu tỷ giá theo ngày tại thị trường Việt Nam.

Diễn giải toán học với các kỹ thuật phân tích định lượng có thể khiến quý độc giả mất đi sự tập trung cần thiết vào chủ đề đang trình bày, do đó, phương trình 9.6 được trình bày ở dạng rút gọn nhất.

$$y_t \equiv \ln(P_t) - \ln(P_{t-1}) \quad (9.6)$$

trong đó, P_t và P_{t-1} là giá USD bình quân trong ngày t và ngày $t - 1$. Giá trung bình được tính bằng bình quân của giá mua và giá bán.

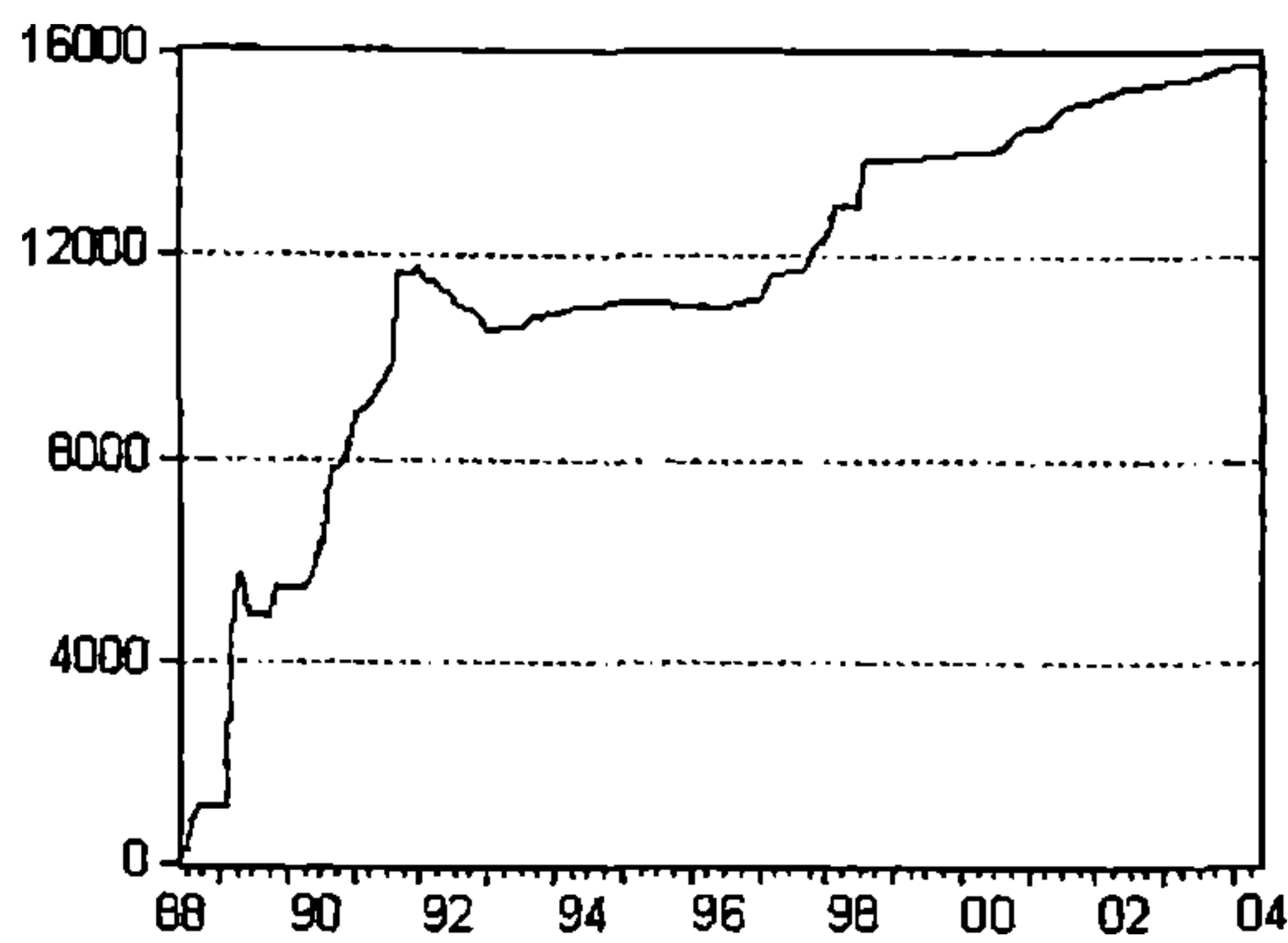
9.3.3 Kết quả thực nghiệm

Phần này trình bày các kết luận thống kê quan trọng nhất có được từ quá trình xử lý và khai thác dữ liệu. Khả năng miêu tả và biểu đạt bằng hình ảnh và các bảng số liệu được khai thác tối đa nhằm hạn chế sử dụng các thuật ngữ đôi khi làm phức tạp vấn đề một cách không cần thiết.

Chỉ số cơ bản

Lợi suất của tỷ giá hối đoái, được tính bằng logarit tự nhiên của tỷ giá, có ý nghĩa quan trọng trong quyết định có nắm giữ đồng USD hay không của công chúng tiêu dùng. Khi lợi suất tăng, đồng nội tệ có xu hướng giảm giá so với USD. Giá USD càng cao thì xu hướng chuyển đổi từ đồng Việt Nam sang USD càng mạnh. Hình 9.3 thể hiện rõ ràng xu thế giảm giá của đồng Việt Nam trong thời gian dài, mặc dù, có những đoạn ngắn, tỷ giá tương đối ổn định.

Lợi suất trong các khoảng thời gian



Hình 9.3: Tỷ giá VND/USD theo tháng thời kỳ 1988-2004

Lợi suất ngoại tệ so sánh qua các khoảng thời gian với chuỗi tỷ giá theo ngày và theo tuần. Chuỗi dữ liệu tuần bắt đầu từ tháng 5/1995 đến tháng 6/2004. Chuỗi dữ liệu ngày chạy từ tháng 12/1995 đến hết tháng 5/2004. Các đồ thị trong hình 9.4 có nhiều điểm thú vị.

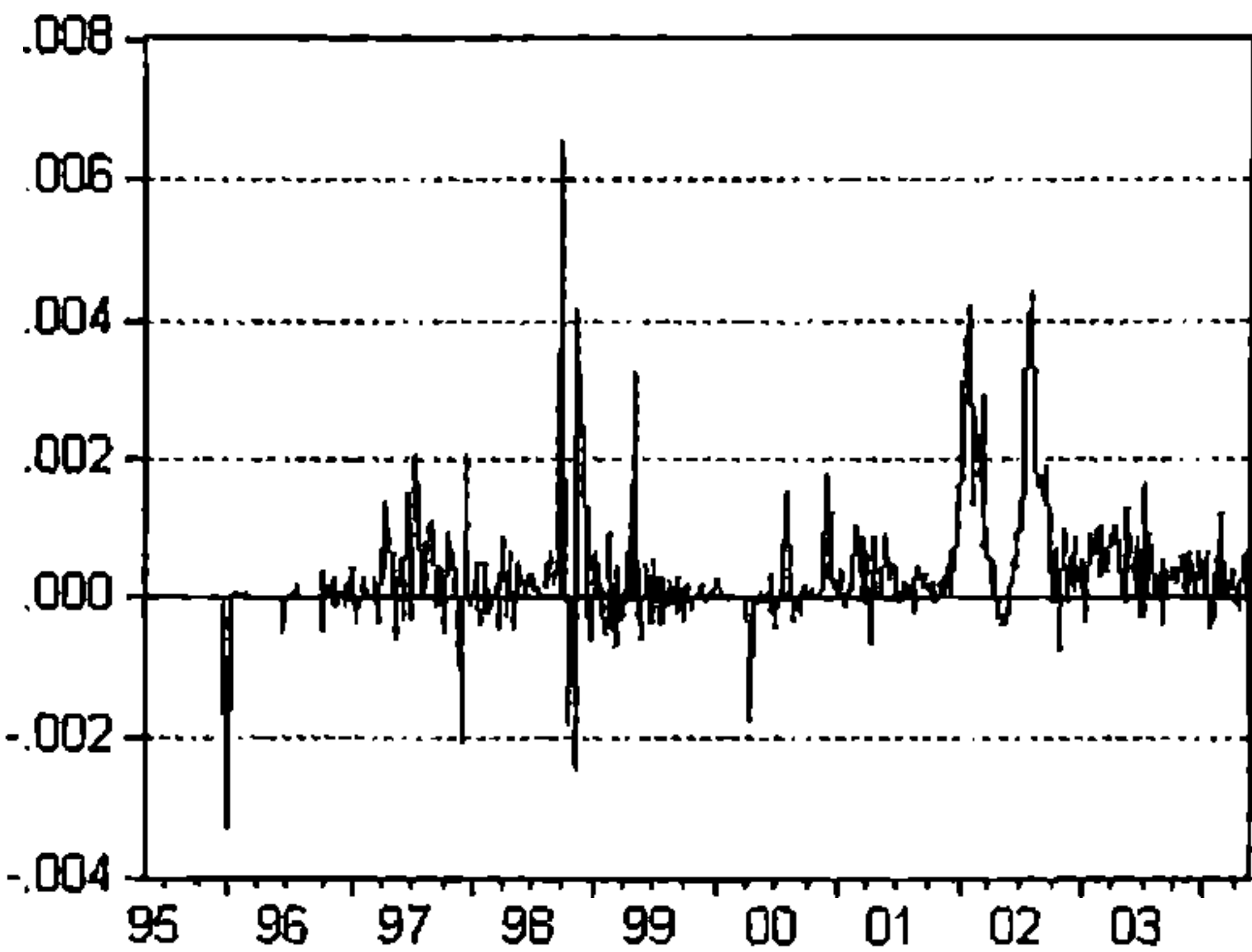
Biên độ dao động của lợi suất theo tuần và theo tháng có hình dáng giống nhau. Dao động của tỷ giá trong ngày có thể quan sát được trong khoảng từ -0,1% đến +0,1%. Hai giai đoạn có biến động mạnh về tỷ giá là 1998-1999 và 2002-2003. Trong nửa đầu năm 2008, một lần nữa thị trường ngoại hối chứng kiến những biến động mạnh về tỷ giá hối đoái và tác động trực tiếp tới đời sống kinh tế, kinh doanh.

Thống kê so sánh

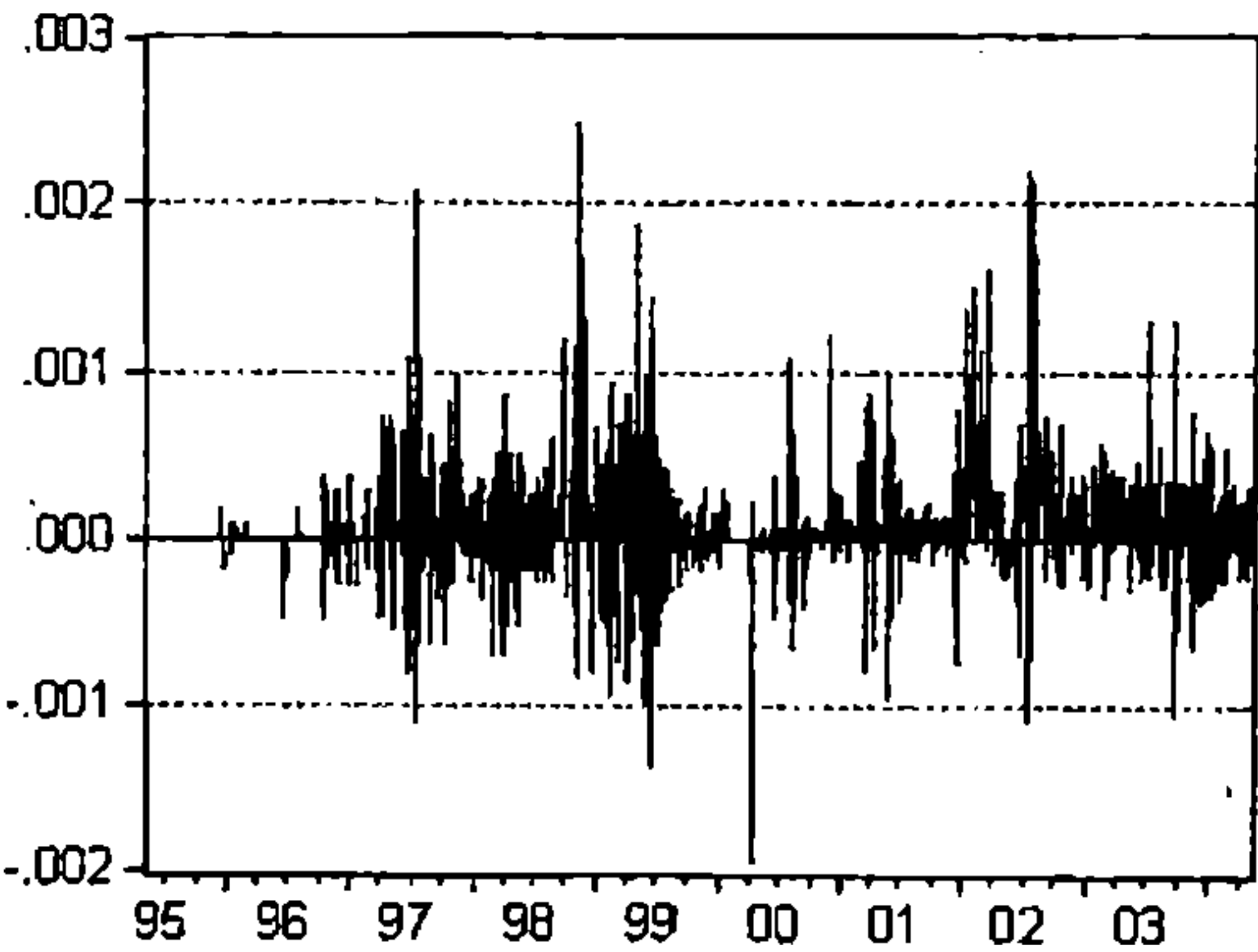
Bảng 9.16 trình bày một số chỉ tiêu thống kê cơ bản so sánh tỷ giá theo ngày, tuần và tháng. Biến động của lợi suất không quá lớn. Nhưng do xu thế tăng giá của đồng USD duy trì trong một thời gian khá dài nên giá trị lũy tích của cả kỳ quan sát khá đáng kể.

Cũng có thể khảo sát mức độ tự tương quan của ba chuỗi lợi suất với độ trễ gần, từ 1 đến 10, và cộng thêm 5 khoảng trễ xa. Kết quả trong bảng 9.17 cho thấy $Q'(k)$ có giá trị lớn ngay cả với các mức trễ gần. Giá trị này càng tăng lên với các mức trễ xa. Từ đó, có ghi nhận rằng, lợi suất của đồng USD không phụ thuộc vào mức lợi suất trong quá khứ. Điều

Hình 9.4: Lợi suất USD



(a) Tỷ giá tuần



(b) Tỷ giá ngày

Bảng 9.16: Chỉ tiêu thống kê mô tả lợi suất USD

	Tháng	Tuần	Ngày
Trung bình	0,002284	0,000311	0,000070
Trung vị	0,000943	0,000088	0,000000
Cực đại	0,060561	0,006550	0,002468
Cực tiểu	-0,019080	-0,003312	-0,001946
Δ	0,007593	0,000791	0,000290
Skewness	3,95	2,44	1,38
Kurtosis	28,84	17,29	14,16
JB	4412,54	4484,89	12124,76
Xác suất	0,00	0,00	0,00
Số quan sát	145	472	2.200

này cũng phù hợp với các kết quả nghiên cứu về các thị trường ngoại hối quốc tế đã được công bố. Kết quả tương tự cũng được tìm thấy với lợi suất trên thị trường chứng khoán.

Bảng 9.17: Lợi suất USD

	Tháng		Tuần		Ngày	
k	AC	Q'(k)	AC	Q'(k)	AC	Q'(k)
1	0,320	15,20	0,393	73,24	-0,120	31,67
2	0,072	15,97	0,427	160,09	0,199	118,64
3	0,116*	17,98	0,286	199,12	0,134	158,06
4	0,111*	19,86	0,224	223,11	0,183	231,79
5	0,230	27,91	0,249	252,71	0,145	277,92
6	0,214	34,92	0,146	262,97	0,147	325,75
7	0,055	35,39	0,283	301,53	0,156	379,18
8	0,110	37,27	0,211	322,96	0,112	407,04
9	0,168	41,67	0,125	330,57	0,141	451,18
10	0,062	42,28	0,066	332,68	0,110	478,01
15	-0,074	46,05	0,000	334,27	0,077	624,99
20	-0,049	51,60	0,088	342,40	0,069	736,81
25	-0,053	55,40	0,177	418,74	0,086	815,87
30	-0,054	57,16	0,158	521,16	0,108	882,71

Các hệ số ý nghĩa thống kê ở mức 1%; (*): có ý nghĩa ở mức 5%

Tính hiệu quả của thị trường ngoại hối tiếp tục được khẳng định với

kết quả kiểm định bán tham số Lo-MacKinlay (1988:[63]), còn được gọi là *kiểm định tỷ số phương sai*.

Tính bất ổn kéo dài

Mức độ bất ổn của lợi suất USD theo ngày được kiểm tra bằng ARMA-GARCH(1,1) với 1.940 ngày quan sát kể từ tháng 12/1996 (6 tháng trước khi xảy ra khủng hoảng tài chính ở châu Á) đến tháng 5/2004. Kết quả ước lượng trình bày tại bảng 9.18 cho thấy, duy nhất hệ số cắt của phương trình phương sai là không có ý nghĩa về mặt thống kê. Các hệ số còn lại rất có ý nghĩa thống kê tại mọi mức ý nghĩa. Cũng lưu ý rằng với $\alpha_1 + \gamma_1 \approx 0,981$, tính bất ổn của lợi suất sẽ rất dai dẳng. Giá trị của tổng này gần tiến tới 1, hàm ý rằng, các cú sốc có ảnh hưởng tới gần như mọi dự báo theo chiều ngang với các phương sai điều kiện.

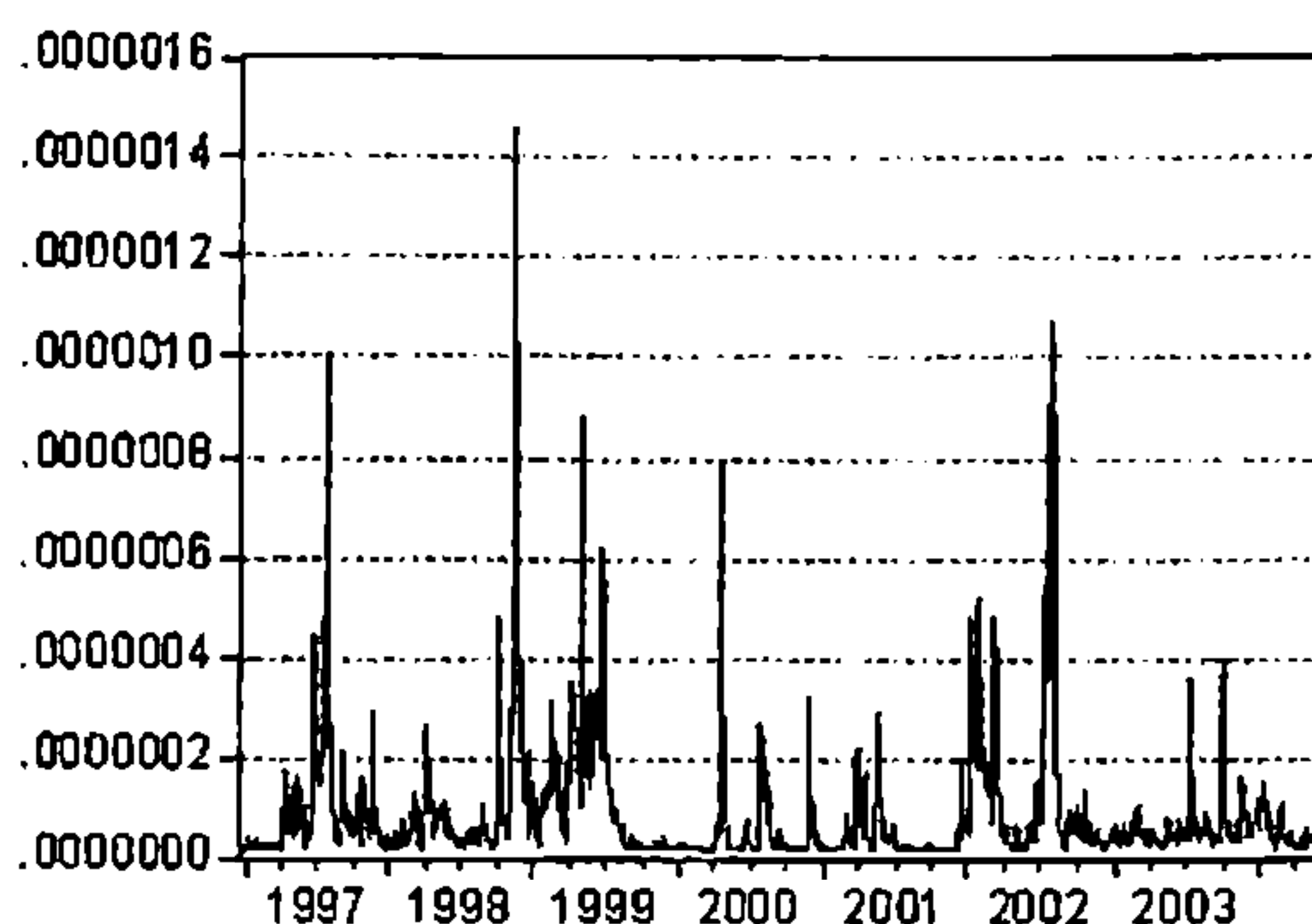
Bảng 9.18: GARCH(1,1) của lợi suất USD theo ngày

	Hệ số	Độ lệch chuẩn	z-Stat.
ω	$3,9810^{-5}$	$1,21 \times 10^{-5}$	3,279526
AR(1)	0,660208	0,043681	15,11414
AR(2)	0,293024	0,041184	7,114976
MA(1)	-0,87932	0,022014	-39,9437
Phương trình phương sai			
k	$3,46 \times 10^{-9}$	$3,15 \times 10^{-9}$	1,154245
ARCH(1)	0,211249	0,046039	4,588479
GARCH(1)	0,76944	0,041796	18,40925
R^2	0,1508	$L(\Theta)$	13487,62
$\bar{R}^2$	0,1482	AIC	-13,90

Hình 9.5 trình bày trực quan thay đổi phương sai có điều kiện ước lượng bằng GARCH.

9.3.4 Hiện tượng đôla hóa

Đôla hóa là tình trạng mà tỷ trọng tiền gửi bằng ngoại tệ chiếm trên 30% trong tổng khối tiền tệ mở rộng bao gồm: tiền mặt trong lưu thông, tiền gửi không kỳ hạn, tiền gửi có kỳ hạn và tiền gửi ngoại tệ.



Hình 9.5: Bất ổn của lợi suất USD theo ngày

Đôla hóa được phân ra làm 3 loại. *Đôla hóa không chính thức* là trường hợp đồng USD được sử dụng rộng rãi trong nền kinh tế, mặc dù không được quốc gia đó chính thức thừa nhận. Ở những nước có nền kinh tế bị đôla hóa không chính thức, phần lớn người dân đã quen với việc sử dụng đồng USD nhưng chính phủ vẫn cấm niêm yết giá hàng hóa bằng USD, cấm dùng USD đối với hầu hết giao dịch trong nước.

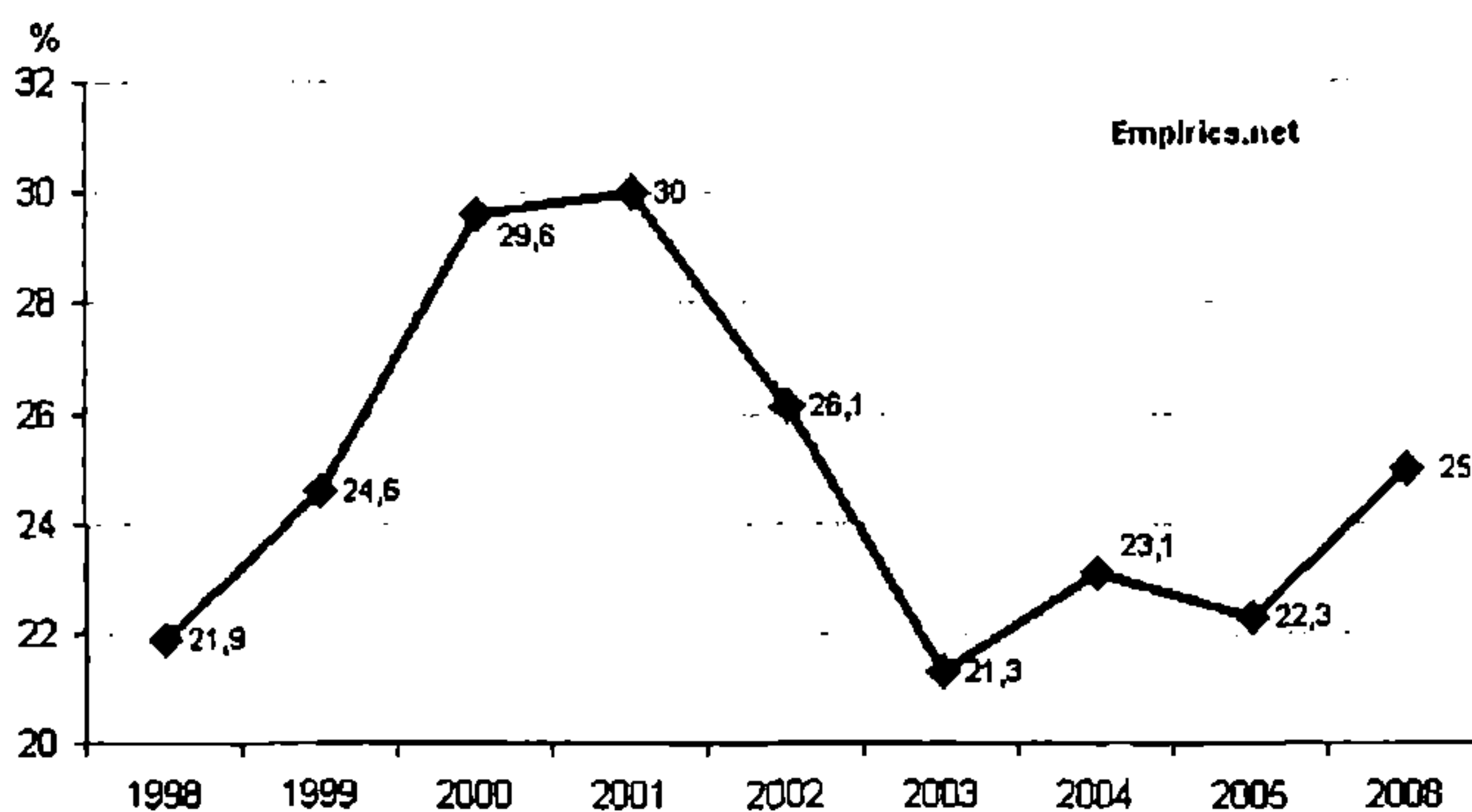
Đôla hóa bán chính thức, hay còn gọi là đôla hóa từng phần, là tình trạng đồng USD được sử dụng như một đơn vị kế toán, phương tiện trao đổi, dự trữ giá trị và phương tiện thanh toán trong khi đồng nội tệ vẫn tồn tại và lưu thông. Đồng USD có chức năng như một đồng tiền hợp pháp thứ hai của nền kinh tế. Các nước ở tình trạng này vẫn duy trì một ngân hàng trung ương để thực hiện chính sách tiền tệ của họ.

Đôla hóa chính thức, hay còn gọi là đôla hóa hoàn toàn, xảy ra khi đồng ngoại tệ là đồng tiền hợp pháp duy nhất được lưu hành. Nghĩa là đồng ngoại tệ không chỉ được sử dụng hợp pháp trong các hợp đồng giữa các bên tư nhân mà còn hợp pháp trong các khoản thanh toán của chính phủ. Nếu đồng nội tệ còn tồn tại thì nó chỉ có vai trò thứ yếu và thường chỉ là đồng tiền xu hay các đồng tiền mệnh giá nhỏ. Thông thường, các nước chỉ áp dụng đôla hóa chính thức khi đã thất bại trong nỗ lực theo đuổi chương trình ổn định kinh tế.

Đôla hóa tác động tới nền kinh tế theo cả hai chiều: tích cực và tiêu

cực. Mức độ đôla hóa cao làm giảm tác động điều chỉnh của chính sách tiền tệ được ngân hàng trung ương sử dụng. Hệ thống ngân hàng trong điều kiện này cũng dễ bị tổn thương hơn trước các biến động quốc tế. Đối với công tác tín dụng, vai trò lấn át của USD dẫn tới tỷ lệ rủi ro cao hơn trong các khoản vay bằng ngoại tệ. Mặt khác, trong nền kinh tế có tỷ lệ sử dụng đồng USD cao, đầu tư nước ngoài có thêm những thuận lợi trong giao dịch và thanh toán với đối tác và nguồn cung cấp trong nước, bao gồm cả người lao động.

Tuy vậy, tỷ lệ tiền gửi ngoại tệ trên tổng phương tiện thanh toán ở mức cao (thường là trên 20%) luôn khiến các nhà kinh tế và quản lý vĩ mô lo ngại về mức độ ổn định của hệ thống tài chính. Trong một thập kỷ qua, đôla hóa ở Việt Nam luôn được xếp ở mức cao, từng lên tới 30% vào các năm 2000 và 2001, thậm chí tới 35% trong những năm 1990. Nỗ lực cải thiện tình hình được ghi nhận bằng thành quả trong năm 2003, khi tiền gửi ngoại tệ chỉ chiếm 21,3% tổng phương tiện thanh toán. Đây là mức thấp nhất trong một thập kỷ (xem hình 9.6).



Hình 9.6: Tỷ lệ tiền gửi ngoại tệ trên tổng phương tiện thanh toán

Nguồn: Ngân hàng Nhà nước. 2008: số liệu tính tới tháng 7/2008

Khoảng cách giãn rộng giữa tỷ giá niêm yết chính thức của hệ thống ngân hàng thương mại và tỷ giá trên thị trường tự do trong khoảng từ tháng 4 đến tháng 6/2008 có một phần lý do bắt nguồn từ việc sử dụng phổ biến USD trong thanh toán và cất trữ giá trị. Hai tỷ giá này bắt đầu

hội tụ từ đầu tháng 7/2008 và tới ngày 17/7/2008, lần đầu tiên, tỷ giá tự do xuống thấp hơn tỉ giá công bố của ngân hàng.

9.3.5 Về ngang giá sức mua tiền tệ và cân bằng dài hạn của nội tệ Việt Nam

Trong mục này, quan hệ giữa tỷ giá hối đoái của một số ngoại tệ với đồng nội tệ Việt Nam được xem xét trong quá trình chuyển đổi cơ chế quản lý kinh tế. Nghiên cứu đầy đủ đã được công bố năm 2003 ở trên cơ sở dữ liệu khoa học của Trường kinh doanh Solvay và EconPapers.org. Ở đây, xin trình bày tóm lược những kết quả chính yếu, cho phép kết luận về quy luật ngang giá sức mua đồng nội tệ Việt Nam trong thời kỳ mở cửa và khả năng hội tụ tới điểm cân bằng.¹⁴

Kết quả thống kê thu được từ số liệu tỷ giá và lạm phát của Việt Nam, khi so sánh tương đối với một số đồng tiền mạnh của thế giới cung cấp bằng chứng thực nghiệm của việc hình thành một quá trình đi tới cân bằng dài hạn, thông qua một phương tiện kỹ thuật gọi là véctor đồng liên kết, hình thành từ các biến nội sinh của các hệ phương trình hồi quy. Véctor này có tác dụng khẳng định và giúp ước lượng trị số của tỷ giá hối đoái thực tế trong trạng thái cân bằng.

Đối với các nhà kinh tế, việc khẳng định sự tồn tại cân bằng và quá trình động học xác định hành trình tới điểm hội tụ “trong tương lai xa” đó chính là khẳng định hiệu ứng *Ngang giá sức mua tiền tệ*. Trên thực tế tính toán, các phần tử hiệu chỉnh sai số (ECT) của hệ thống động học có thể kết hợp tuyến tính để trở thành một quá trình ngẫu nhiên có tính dừng. Tính chất này giúp cho động học giải thích sự giảm dần những biến động ra xa khỏi cân bằng PPP trong tương lai. Biến động tắt dần này là điều kiện cần và đủ cho quá trình hội tụ của tỷ giá thực về các mức cân bằng trong tương lai.

Các bằng chứng khoa học trên thế giới ủng hộ hai trường phái khác nhau đối với vấn đề ngang giá sức mua tiền tệ. Hai trường phái này, một ủng hộ PPP, một bác bỏ PPP và cũng có nghĩa là ủng hộ lập luận về

¹⁴Tham khảo chi tiết kỹ thuật tính toán trong tài liệu [118]. Vương Quân Hoàng. “Essays on Vietnam financial reforms: Foreign exchange statistics and evidence of long-run equilibrium”. *Working paper CEB*, 03-013. RS. 2003

bước dao động ngẫu nhiên của quan hệ tỷ giá thực. Phần lớn các nghiên cứu thực nghiệm bằng kinh tế lượng thực hiện cho tỷ giá giữa các đồng tiền mạnh của thế giới, trong các không gian và thời gian khác nhau.

Nghiên cứu quan hệ ngang giá đồng nội tệ Việt Nam với các đồng tiền khác ghi nhận tốc độ hội tụ về trị số PPP cân bằng và quá trình điều chỉnh sai số diễn ra khá nhanh, so với các nghiên cứu khác đã công bố cho các cặp quan hệ tỷ giá khác. Điều này đúng với cả hai loại dữ liệu là thống kê quan sát thực, và thống kê tạo lại mẫu bằng phương pháp bootstrap, và tính qua đại lượng thống kê HL (half-life).

Tốc độ hội tụ và điều chỉnh nhanh ở Việt Nam có thể được giải thích bằng chính giai đoạn lạm phát rất cao thời kỳ đầu Đổi Mới. Lạm phát lúc này có nguyên nhân kép của nền kinh tế bị hạn chế về năng lực sản xuất và chính sách tiền tệ còn rất thô sơ. Sự bứt phá của năng lực sản xuất, do đầu tư mới và công nghệ mới, đi kèm với việc áp dụng lần đầu các chính sách tiền tệ, đã nhanh chóng tạo ra cơ chế hiệu chỉnh. Quan sát cho thấy, mức biến động chệch khỏi vị trí cân bằng trong các cặp tỷ giá rất lớn trong giai đoạn đầu của Đổi Mới, hầu hết là do đồng nội tệ được định giá cao so với các ngoại tệ mạnh. Nhưng qua thời gian, quá trình hiệu chỉnh diễn ra và các mức dao động lớn ra xa khỏi điểm cân bằng đã tắt dần và trong nhiều giai đoạn hầu như biến mất.

Có thể giải thích thêm xu hướng xác lập cân bằng tỷ giá là do quá trình tự do hóa hoạt động ngoại thương, với nhiều nguồn lực xã hội tham gia. Sự cọ xát và cạnh tranh tự nó đã sinh ra cơ chế điều chỉnh. Bên cạnh đó, dòng đầu tư trực tiếp (FDI) chủ yếu mang vào các nguồn ngoại tệ giúp xác lập dần cân bằng tỷ giá thông qua giao dịch thực tế của đời sống kinh tế.

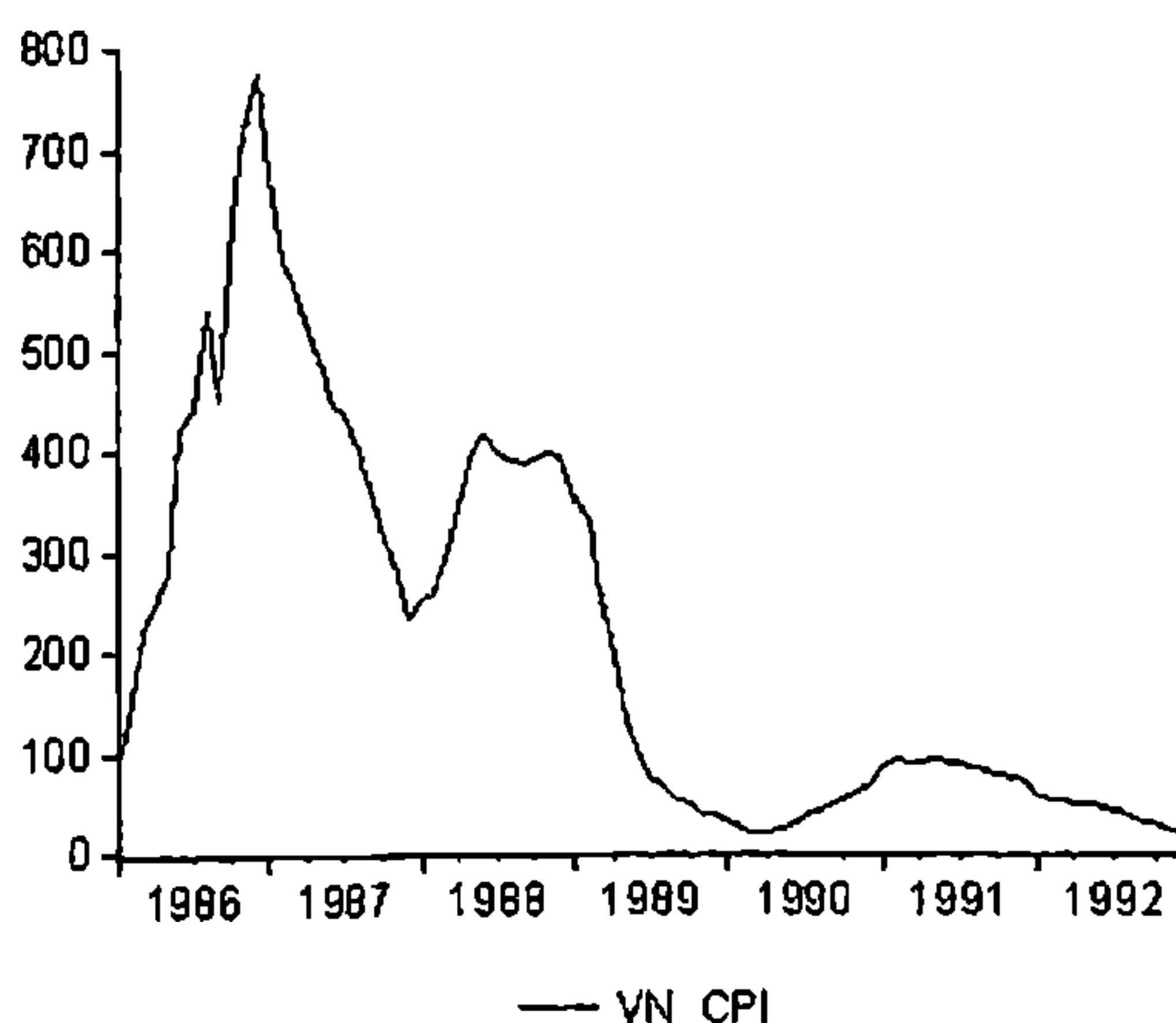
Thời kỳ lạm phát cao 1986-1992 (hình 9.7) làm sụt giảm mức sống của dân cư do sức mua của đồng nội tệ nhanh chóng bốc hơi theo thời gian. Mức lạm phát chuẩn hóa theo năm cao nhất lên tới 774,7% vào tháng 12/1986, và thấp nhất là 17,43% vào tháng 4/1990. Mức lạm phát trung bình của cả thời kỳ là 215,73%/năm. Thời kỳ này kéo dài tới 60 tháng, một khoảng thời gian dài đáng kể, nếu so với thời gian Đổi Mới của Việt Nam vào khoảng 20 năm.

Vai trò của USD và hiệu ứng bấy đàn

USD có vai trò quan trọng trong nền kinh tế Việt Nam do công chúng

tiêu dùng chấp nhận đồng tiền này như phương tiện thanh toán, tính toán giá trị, cũng như cất trữ của cải dưới dạng một tài sản có tính thanh khoản cao. Tỷ lệ cất giữ USD trong dân cư được ước tính là cao, có thể lên tới 45% tổng số ngoại tệ được chuyển vào Việt Nam qua kênh chính thức thông qua hệ thống ngân hàng thương mại. Lượng ngoại tệ được chuyển về Việt Nam trong năm 2003 vào khoảng 2,7 tỷ USD. Do đó, có thể kết luận rằng USD cũng được ưa chuộng không kém gì vàng.

Giao dịch USD chịu giám sát chặt chẽ của Ngân hàng Nhà nước. Thị trường giao dịch ngoại tệ, chủ chốt là USD, quan trọng nhất tại Việt Nam là thị trường ngoại tệ liên ngân hàng được thành lập vào năm 1994. Khoảng 90% giao dịch ngoại hối đáp ứng nhu cầu kinh doanh được thực hiện tại đây. Ngoài ra, vẫn đang tồn tại thị trường ngoại tệ không chính thức tại các cửa hàng vàng tư nhân và những đại lý thu đổi ngoại tệ của các ngân hàng thương mại. Mua và bán USD trên thị trường không chính thức diễn ra khá thoải mái và thuận tiện, nhất là với cá nhân. Trái với quan niệm rằng thị trường tự do chỉ đáp ứng được các giao dịch quy mô nhỏ, liên kết chặt chẽ giữa hệ thống các cơ sở tư nhân kinh doanh vàng bạc và ngoại tệ cho phép tạo ra nguồn cung dồi dào.



Hình 9.7: Tốc độ tăng CPI của Việt Nam: 1986-1992

Thị trường ngoại hối không hiệu quả

Lợi suất của USD dao động không đáng kể. Tuy nhiên, giữa các mức lợi suất tháng, tuần và ngày, lợi suất theo ngày có mức biến động lớn nhất. Cũng giống như thị trường vàng, lợi suất USD tự tương quan với các giá trị của chính nó trong quá khứ. Các kiểm định theo thủ tục Lo-MacKinlay cho thấy chuỗi lợi suất của USD (theo ngày và theo tuần) đều tự tương quan ở mức cao. Thị trường ngoại hối phản ứng không hiệu quả với thông tin thị trường.

Mức độ ổn định biến đổi theo thời gian

Độ ổn định lợi suất của USD biến đổi theo thời gian. Các cú sốc từ bên ngoài sẽ tác động ngay tới mức lợi suất trên thị trường ngoại hối nội địa. Đáng ngạc nhiên là khủng hoảng tài chính châu Á năm 1997 tạo ảnh hưởng không quá mạnh tới thị trường ngoại hối ở Việt Nam. Có hai lý do giải thích cho điều này. *Thứ nhất*, các giới hạn biên độ dao động giá USD trong ngày không cho thấy có khả năng giảm phương sai mặc dù chúng được thiết kế để giảm thiểu rủi ro phát sinh từ các dao động lớn. *Thứ hai*, nền kinh tế Việt Nam vào thời điểm khủng hoảng chưa hoàn toàn “mở cửa”, đặc biệt với các giao dịch trên thị trường ngoại hối và Chính phủ đã có những biện pháp can thiệp mạnh mẽ trong thời gian này.

Gợi ý chính sách từ vấn đề PPP

Bằng chứng về điểm cân bằng dài hạn của thị trường ngoại hối được tìm thấy trong rất nhiều trường hợp thông qua vectơ đồng liên kết đơn nhất giữa các biến nội sinh để xác định tỷ giá hối đoái thực. Điều này làm giảm mức độ chắc chắn của hệ thống ủng hộ PPP (dạng yếu) rằng ECT của hệ thống có thể được kết hợp tuyến tính thành một quá trình dừng, nhờ đó mà giảm độ sai lệch với PPP trong dài hạn.

Tuy nhiên, với dạng cứng nhắc của PPP thậm chí không thể bác bỏ vectơ hệ số giới hạn $\beta' = (1; 1; -1)$ với mọi loại tiến tệ.

Kết quả thực hiện với mô hình PPP cũng cho thấy, thời gian để độ lệch phân rã trong rất nhiều trường hợp chỉ bằng $\frac{2}{3}$ so với kết quả của các nghiên cứu đã được công bố tại các thị trường phát triển. Điều này có thể giải thích bởi nền kinh tế Việt Nam đã phải trải qua một giai đoạn lạm phát phi mã trong những năm đầu Đổi Mới. Kể từ đó, các kết quả thực nghiệm cho thấy quá trình điều chỉnh tăng tốc đều đặn.

Thêm nữa, kết quả tính toán cũng cho thấy, độ lệch của các loại tiền tệ lớn hơn trong thời kỳ bắt đầu Đổi Mới. Thời gian này, đồng Việt Nam được định giá cao so với các ngoại tệ khác. Việc điều chỉnh được tiến hành chậm chạp và thận trọng. Tuy nhiên, trong những năm về sau, khoảng cách chênh lệch đã không còn đáng kể nữa. Tỷ giá giữa đồng Việt Nam và USD có xu hướng hội tụ khá rõ ràng.

Cân bằng dài hạn

Mô tả thông số thực nghiệm của phương trình đồng liên kết đặc trưng cho sự hội tụ của các dãy tỷ giá về điểm cân bằng được trình bày dưới đây.

USD	$s_t = -5,43 + 1,07p_{US,t} + 0,86p_{VN,t} + \hat{u}_t$
GBP	$s_t = +7,80 + 7,63p_{UK,t} - 3,20p_{VN,t} + \hat{u}_t$
JPY	$s_t = -1,75 + 2,96p_{JP,t} - 0,64p_{VN,t} + \hat{u}_t$
EUR	$s_t = -24,20 + 5,93p_{EU,t} + 0,26p_{VN,t} + \hat{u}_t$

Trong các quan hệ này, quá trình động học cho phép tồn tại cơ chế hiệu chỉnh sốc sao cho những sai biệt khỏi trị số lý thuyết của PPP sẽ được hiệu chỉnh tắt dần bởi các hệ số của ma trận α kích thước (3×1) . Cần nhấn mạnh rằng giá trị của hệ số α_1 trong các tính toán thực nghiệm đều mang dấu âm (-). Điều này giúp ổn định hệ thống trong dài hạn và do đó hỗ trợ quan hệ cân bằng.

Ở đây, còn có thể quan sát sự vận hành của *Luật một giá*. Đổi mới kinh tế ở Việt Nam dần xóa bỏ cơ chế quản lý tập trung trong đó giá chỉ là biểu hiện danh nghĩa. Khi quá trình đổi mới bắt đầu, nền kinh tế ngay lập tức đối diện với những vấn đề chưa từng gặp phải trước đó như lạm phát phi mã, mất giá nội tệ... Quan hệ cân bằng được tìm ra ở trên đại diện cho thực tế rằng các hoạt động thương mại quốc tế đã đi vào đời sống kinh tế - xã hội một cách tự nhiên từ sau khi chính sách mở cửa được ban hành. Đây là nhân tố quan trọng, làm động lực đẩy nhanh quá trình cải tổ cấu trúc kinh tế của đất nước.

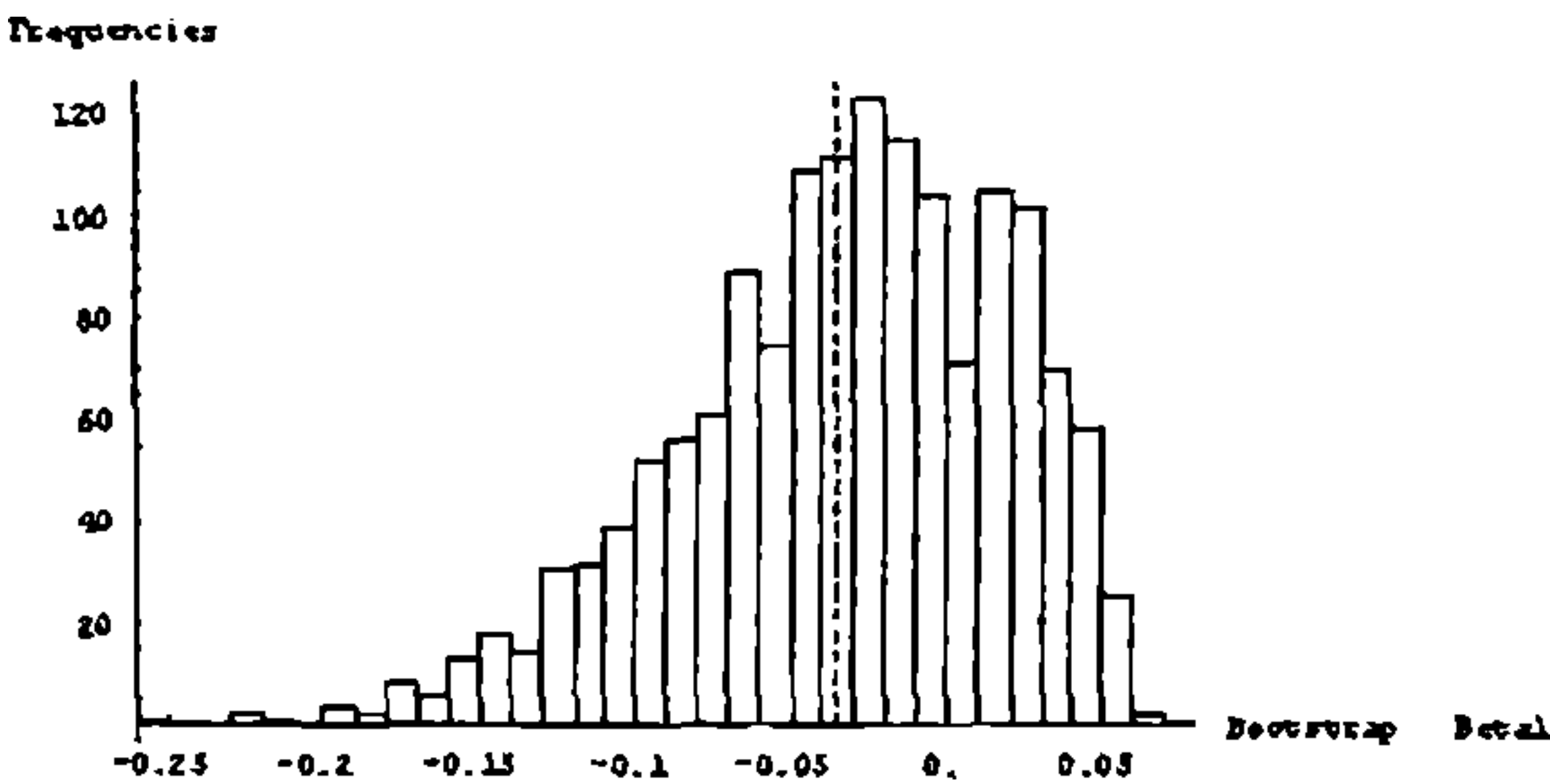
Xét trên góc độ lý thuyết, bỏ qua chi phí vận tải, hàng hóa phải có cùng một mức giá ở những quốc gia khác nhau, khi biểu diễn theo cùng một đồng tiền. Hoạt động đầu cơ là cầu nối xóa bỏ chênh lệch giá với các hoạt động thương mại quốc tế. Do vậy, những kết quả thực nghiệm

phản ánh quá trình thay đổi căn bản về cấu trúc bên trong nền kinh tế Việt Nam trong thời kỳ đổi mới kinh tế.

Đánh giá mức độ sai lệch của tỷ giá

Cùng với phân tích về cân bằng dài hạn, khảo sát thực nghiệm còn cho phép tìm hiểu quá trình hành vi hình thành tỷ giá thực đối với mẫu quan sát. Đây là một thách thức đối với những người làm nghiên cứu bởi trong suốt thời gian dài 17 năm biến đổi của nền kinh tế, nhiều sự kiện quan trọng đã xảy ra, kèm theo đó là các cú sốc có thể điều chỉnh tỷ giá thực ra khỏi các mức cân bằng được xác định trên lý thuyết. Các nhà kinh tế và người làm công tác quản lý nhà nước cần cẩn trọng trước các nhận định về trạng thái cân bằng.

Trên khía cạnh này, khảo sát thống kê được tiến hành với ba tiêu chuẩn được sử dụng rộng rãi để xác định tỷ giá thực cân bằng (ERER-Equilibrium Real Exchange Rates). Trước tiên là hồi qui số liệu RER theo một hằng số. Tiếp theo, là hồi qui với hằng số và một biến thời gian với dạng tuyến tính. Cuối cùng, là sử dụng số liệu đã qua xử lý với thủ tục Hodrik-Prescott để phân tích biến động của ERER.



Hình 9.8: Phân phối bootstrapped

Kết quả phân tích thực nghiệm về độ sai lệch của RER được trình bày trong bảng 9.20. Trên thực tế, với cùng một tập số liệu ban đầu, ba bước xử lý cung cấp các hiểu biết khác nhau về tỷ giá hối đoái thực tại Việt Nam. Quá trình tìm kiếm một điểm đồng thuận cho cả hai quan điểm này xuất phát từ hai hướng.

Thứ nhất, nếu hai trong ba thủ tục thống kê cùng có kết luận rằng đồng USD được định giá cao, điểm này sẽ được ghi nhận một cách thận trọng. Nếu cả ba đều thống nhất cho rằng đồng USD được định giá thấp dưới mức cân bằng, kết luận này sẽ được chấp nhận.

Kiểm định thống kê với RER_{USD} cho thấy USD được định giá dưới mức cân bằng so với đồng Việt Nam trong những năm đầu của thời kỳ Đổi Mới. Tính bình quân, đồng USD ở dưới mức giá cân bằng 60% vào năm 1987; và 20% vào năm 1988. Tuy nhiên, tới năm 1989, mọi chuyện đã thay đổi nhanh chóng, USD chuyển sang trạng thái được định giá cao quá mức tới 15% và tăng lên trên 20% năm 1990, 15% năm 1991; và dưới 10% năm trong giai đoạn 1993-1995.

Thời gian từ năm 1996 đến năm 2002, mất cân bằng tỷ giá với đồng USD nhỏ không đáng kể. Tính bình quân, tỷ lệ định giá dưới ngưỡng cân bằng không vượt quá 5%. Các phân phối *bootstrapped* và định giá sai lệch được tổng kết trong hình 9.8 và bảng 9.20.

Ứng dụng thực tiễn

Vàng và USD vẫn sẽ là những tài sản quan trọng trong nền kinh tế Việt Nam trong nhiều năm nữa. Theo xu thế phát triển của thị trường tài chính, hai tài sản này tiếp tục là đối tượng đầu tư hấp dẫn. Vào lúc thị trường nhiều biến động, điều gì xảy ra nếu có thể dự báo gần chính xác nhất tỷ giá hay giá vàng? Hẳn nhiều bạn đọc sẽ đồng ý rằng, nếu làm được như vậy thì giàu to.

Vậy có khó không? Chúng tôi tin rằng không quá khó. Chính xác tuyệt đối thì không ai dám chắc, nhưng nắm bắt xu thế vận động để có các quyết định hợp lý thì làm được. Chúng tôi cũng tin rằng lực lượng cán bộ nghiên cứu đông đảo tại các viện, trung tâm nghiên cứu, và trường đại học với đầy đủ phương tiện, thiết bị, dữ liệu và cả ngân sách hoàn toàn có thể làm tốt việc này.

Năm 2002, phương pháp ARIMA đã từng được sử dụng để dự báo tỷ giá cho năm 2003 và công bố trên hai báo kinh doanh uy tín là *Thời báo Kinh tế Sài Gòn* và *Thời báo Kinh tế Việt Nam* như trong hình 9.9.

Tới năm 2007, các dự báo được đối chiếu với thống kê tỷ giá thực tế của Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam. Rất phấn khởi! Độ lệch tuyệt đối không đáng kể, dao động trong khoảng từ 1% đến 3%. Kết quả so sánh được trình bày trong bảng 9.19.

Dự báo tỷ giá năm 2003				
Tháng	VND:USD	VND:GBP	VND:JPY	VND:EUR
1	15.598.918	23.614.268	122.5746	15.568.908
2	15.600.702	23.651.239	125.37504	15.579.064
3	15.647.108	23.504.917	126.20583	15.835.883
4	15.808.656	23.573.508	126.06231	16.020.508
5	15.839.801	23.255.424	124.94057	15.898.024
6	15.929.317	23.349.26	128.83728	15.816.219
7	15.649.978	23.153.768	125.74964	15.738.329
8	15.643.372	22.967.838	125.87526	15.697.113
9	15.614.421	22.890.484	125.61214	15.589.012
10	15.642.397	22.820.827	126.55856	15.542.924
11	15.821.385	22.858.08	125.51308	15.511.219
12	15.967.283	23.101.543	124.47447	15.608.686

Người: TS, Vương Quân Hoàng (Mazda JSC) bộ môn Toán tài chính Đại học Kinh tế Quốc dân

26-12-2002 • 41

Hình 9.9: Công bố tỷ giá trên Thời báo Kinh tế Sài Gòn

Bảng 9.19: So sánh số dự báo và thực tế tỷ giá					
Tháng	Dự báo	Tỷ giá thực tế Vietcombank			Lệch tuyệt đối
		Mua vào	Bán ra	Trung bình	
1	15599	15395	15418	15407	192
2	15601	15415	15441	15428	173
3	15647	15415	15443	15429	218
4	15809	15400	15467	15434	375
5	15840	15445	15470	15458	382
6	15929	15465	15489	15477	452
7	15650	15490	15513	15502	148
8	15643	15495	15521	15508	135
9	15614	15510	15538	15524	90
10	15642	15545	15572	15559	84
11	15821	15620	15646	15633	188
12	15967	15625	15648	15637	331

Bảng 9.20: Phân tích sai lệch tỷ giá thực

TG	USD			GBP			JPY			EUR		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
1/1990	34,6	20,7	10,0	29,2	18,0	7,3	-38,7	-28,1	-17,7	34,1	20,1	12,3
7/1990	33,3	21,1	4,8	32,2	22,0	5,7	-37,0	-27,4	-7,2	34,3	22,1	8,5
1/1991	29,0	18,7	0,5	30,2	21,4	3,0	-37,0	-28,6	-3,6	25,2	15,6	0,7
7/1991	24,4	15,9	-1,9	22,3	15,2	-2,2	-29,3	-21,2	7,7	17,7	10,3	-3,7
1/1992	21,7	14,8	-1,4	21,7	15,9	-0,2	-30,7	-24,1	2,1	16,1	10,3	-2,2
7/1992	16,0	10,7	-2,9	19,2	14,6	1,0	-22,1	-16,2	9,8	12,3	8,3	-2,0
1/1993	11,3	7,6	-3,5	7,7	4,6	-5,3	-16,9	-12,2	12,2	7,1	4,7	-3,3
7/1993	10,0	7,5	-1,5	6,4	4,4	-3,1	-22,8	-19,9	0,4	1,7	0,8	-5,3
1/1994	8,9	7,7	0,5	5,6	4,7	-0,8	-19,3	-17,8	1,2	6,1	6,6	1,5
7/1994	6,8	6,9	1,3	4,5	4,6	0,6	-20,6	-20,7	-4,2	3,8	5,7	1,9
1/1995	2,8	4,1	0,0	2,4	3,5	0,7	-14,4	-16,2	-1,2	0,8	4,1	1,7
7/1995	-0,1	2,3	-0,8	0,2	2,3	0,2	-14,5	-18	-6,3	-4,9	-0,5	-1,3
1/1996	-1,6	1,9	-0,6	-2,8	0,1	-1,7	-0,8	-6,8	3,0	-	-	-
7/1996	-2,7	1,9	-0,4	-2,9	1,0	-1,1	2,5	-5,6	1,3	-	-	-
1/1997	-3,8	1,8	-0,7	-3,1	1,7	-1,1	11,1	0,2	5,4	-	-	-
7/1997	-3,3	3,5	0,2	-1,9	3,9	0,2	8,9	-3,9	0,2	-	-	-
1/1998	-3,8	4,1	0,1	-2,1	4,7	0,1	13,3	-2,2	2,2	-	-	-
7/1998	-4,0	4,9	0,0	-2,0	5,7	0,3	22,2	3,1	9,4	-	-	-
1/1999	-4,3	5,7	-0,1	-2,2	6,4	0,4	9,4	-9,8	-2,0	-8,1	4,9	-2,1
7/1999	-4,6	6,5	-0,2	-3,0	6,5	0,2	11,0	-10,6	-0,2	-5,9	8,7	-0,7
1/2000	-4,9	7,3	-0,4	-3,3	7,2	0,7	6,4	-16,4	-4,3	-5,0	11,0	-0,8
7/2000	-4,5	8,8	0,1	-5,0	6,2	-0,4	8,6	-16,8	-3,0	-3,0	14,7	0,5
1/2001	-4,7	9,7	0,2	-5,9	6,1	-0,6	13,2	-15,5	-0,5	-3,7	15,1	-0,5
7/2001	-4,2	11,4	0,9	-6,2	6,7	-0,4	18,8	-13,6	2,0	-1,2	19,5	2,2
1/2002	-5,4	11,1	0,0	-7,3	6,3	-1,2	26,2	-10,6	5,5	-2,6	19,1	1,2
7/2002	-6,0	11,5	-0,2	-5,4	9,4	1,1	22,0	-16,0	-0,8	-6,6	15,5	-2,2
1/2003	-6,8	11,4	-0,7	-5,4	10,2	1,3	24,2	-16,4	-1,2	-6,5	16,7	-1,4

(1)- Xu hướng lệch; (2)- lệch cố định; (3)- H-P lệch

9.4 Bất động sản ở Việt Nam

Năm 1993 vẫn được coi là năm khai sinh chính thức của thị trường bất động sản Việt Nam sau sự ra đời của Luật Đất đai, tuy nhiên các quan hệ hàng hóa tiền tệ trong giao dịch về bất động sản đã xuất hiện từ rất sớm.

Đầu những năm 1990, trong bối cảnh chuyển đổi nền kinh tế sang cơ chế thị trường và khuyến khích thúc đẩy phát triển sản xuất hàng hóa, các quan hệ hàng hóa tiền tệ được phát triển rộng rãi trong các quan hệ sử dụng, trao đổi các yếu tố cơ bản của lực lượng sản xuất, trong đó bao hàm cả yếu tố đất đai.

9.4.1 Những quy định pháp luật

Trước đòi hỏi của thực tế phát triển, Điều 18 Hiến pháp năm 1992 đã quy định “Tổ chức và cá nhân có trách nhiệm bảo vệ, bồi bổ, khai thác hợp lý, sử dụng tiết kiệm đất, được chuyển quyền sử dụng đất được Nhà nước giao theo quy định của Pháp luật”. Trên cơ sở đó, Nhà nước đã ban hành nhiều văn bản (tính tới năm 2008, có hơn 600 loại văn bản khác nhau liên quan đến quản lý bất động sản và thị trường bất động sản), tạo khung pháp lý cho sự ra đời và phát triển của thị trường bất động sản về sau.

Với Luật Đất đai năm 1993, quản lý nhà nước về đất đai đã chuyển từ biện pháp hành chính sang biện pháp kinh tế kết hợp với hành chính. Theo Luật Đất đai năm 1993 và đã được bổ sung vào các năm 1998 và 2001 thì tổ chức kinh tế, hộ gia đình, cá nhân được giao đất ổn định lâu dài được quyền chuyển đổi, chuyển nhượng, cho thuê, cho thuê lại, thừa kế, thế chấp và góp vốn liên doanh bằng giá trị quyền sử dụng đất theo quy định của pháp luật và đất có giá. Luật Đất đai tạo điều kiện cho những người sở hữu tài sản trên đất, bao gồm nhà ở, nhà xưởng, công trình xây dựng, vật kiến trúc trên đất có thể chuyển nhượng, chuyển đổi, cho thuê, cho thuê lại quyền sử dụng đất và các tài sản trên đất cho các đối tượng trong nước. Người có nhà ở được phép cho người nước ngoài thuê.

Pháp lệnh Nhà ở năm 1991 và Nghị định 61/1994/NĐ-CP ngày

5/7/1994 về mua bán và kinh doanh nhà ở, Nghị định 56/1995/NĐ-CP ngày 18/9/1995 ban hành quy chế cho người nước ngoài, người Việt Nam định cư ở nước ngoài thuê nhà ở Việt Nam. Các văn bản này cho phép: (i) Bán nhà ở thuộc sở hữu nhà nước và chuyển nhượng quyền sử dụng đất cho người đang thuê, kinh doanh nhà ở, mua bán nhà ở không nhằm mục đích kinh doanh; (ii) Tổ chức kinh tế, tổ chức chính trị - xã hội và cá nhân được phép cho người nước ngoài, người Việt Nam định cư ở nước ngoài thuê nhà để ở, đặt trụ sở văn phòng đại diện, chi nhánh công ty hoặc cơ sở hoạt động kinh doanh theo quy định của pháp luật; (iii) Theo quy định của Luật Tín dụng năm 1997, Nghị định 178/1999/NĐ-CP về bảo đảm tiền vay của tổ chức tín dụng và Nghị định số 165/1999/NĐ-CP ngày 19/11/1999 về giao dịch bảo đảm, đã cho phép tổ chức, hộ gia đình, cá nhân sử dụng bất động sản (bao gồm tài sản gắn liền với đất và giá trị quyền sử dụng đất) được thế chấp tại các tổ chức tín dụng để vay vốn sản xuất kinh doanh. Trong trường hợp đến thời hạn trả nợ mà khách hàng không có khả năng thanh toán, thì tổ chức tín dụng có quyền bán tài sản và chuyển nhượng quyền sử dụng bất động sản thế chấp để thu hồi vốn; (iv) Luật Đất đai năm 2003 và hàng loạt văn bản dưới luật hướng dẫn thi hành Luật Đất đai năm 2003 như Nghị định 181/2004/NĐ-CP, Nghị định 188/2004/NĐ-CP... đã ra đời, đi vào thực tiễn của thị trường bất động sản, khẳng định sự tồn tại và phát triển của thị trường bất động sản; (v) Luật Kinh doanh bất động sản ra đời tháng 6/2006 quy định về hoạt động kinh doanh bất động sản; quyền, nghĩa vụ của tổ chức, cá nhân hoạt động kinh doanh bất động sản và giao dịch bất động sản có liên quan đến kinh doanh bất động sản.

Ngoài ra, cũng cần nhắc lại thời điểm ngày 1/7/1980 khi Hội đồng Chính phủ ra Quyết định số 201/CP về việc thống nhất quản lý ruộng đất và tăng cường công tác quản lý ruộng đất (bao gồm cả đất ở) trong cả nước để đưa việc quản lý và sử dụng ruộng đất vào quy chế chặt chẽ, nâng cao ý thức trách nhiệm của mọi cơ quan, tổ chức và cá nhân trong việc sử dụng hợp lý, tiết kiệm với hiệu quả cao tất cả các loại ruộng đất, nhằm phát triển sản xuất, bảo vệ đất đai màu mỡ, bảo vệ môi trường, tạo điều kiện thuận lợi cho việc tổ chức lại sản xuất trong cả nước theo hướng tiến lên sản xuất lớn xã hội chủ nghĩa. Quyết định này cũng đem lại sự đổi thay khá lớn cho thị trường nhà đất lúc bấy giờ.

Từ các cơ sở pháp lý nêu trên, thị trường bất động sản chính thức hình thành, hoạt động và phát triển trên cơ sở một số nguyên tắc liệt kê dưới đây.

Thứ nhất, *Nhà nước giao đất có thu tiền sử dụng đất hoặc cho các tổ chức, hộ gia đình, cá nhân thuê đất*. Nhà nước giao đất có thu tiền sử dụng đất cho tổ chức kinh tế để đầu tư xây dựng nhà ở để bán hoặc cho thuê; hộ gia đình, cá nhân sử dụng đất để làm nhà ở. Nhà nước bán nhà thuộc sở hữu nhà nước kèm theo chuyển nhượng quyền sử dụng đất cho người đang thuê nhà thuộc sở hữu nhà nước. Nhà nước cho các tổ chức kinh tế, hộ gia đình, cá nhân thuê đất để sản xuất kinh doanh.

Thứ hai, *Nhà nước giao đất có thu tiền sử dụng đất hoặc cho các tổ chức, hộ gia đình, cá nhân thuê đất trên đây là phản ánh quan hệ về đất đai giữa Nhà nước và các tổ chức, hộ gia đình, cá nhân có nhu cầu sử dụng đất*. Quan hệ này có thể gọi là thị trường sơ cấp. Từ đây, các tổ chức, hộ gia đình và cá nhân thực hiện 5 quyền của người sử dụng đất - quan hệ đất đai giữa người sử dụng đất với nhau.

Thứ ba, các tổ chức, hộ gia đình, cá nhân (gọi chung là người sử dụng đất) được thực hiện chuyển nhượng hoặc cho thuê lại quyền sử dụng đất, bao gồm: (i) Cho thuê lại đất đã xây dựng cơ sở hạ tầng của các công ty phát triển hạ tầng khu công nghiệp; (ii) Góp vốn liên doanh bằng bất động sản với tổ chức, cá nhân trong nước và tổ chức, cá nhân nước ngoài để sản xuất kinh doanh; (iii) Bán nhà kèm theo chuyển nhượng quyền sử dụng đất của hộ gia đình, cá nhân; (iv) Trong quá trình đầu tư sản xuất kinh doanh, các nhà đầu tư có nhu cầu vay vốn ngân hàng có thể thế chấp bằng tài sản, trong đó thế chấp bằng bất động sản chiếm một vị trí rất quan trọng trong các hoạt động cho vay có thế chấp, bao gồm giá trị tài sản trên đất và giá trị quyền sử dụng đất có tài sản đó.

9.4.2 Ba cơn sốt khuynh đảo thị trường

Kể từ khi thị trường bất động sản được coi là chính thức khai sinh (năm 1993), Việt Nam đã được chứng kiến 3 cơn sốt khuynh đảo thị trường nhà đất. Gần như đã hình thành một quy luật mang tính chu kỳ, cứ 5-6 năm “lạnh” lại có 1-2 năm “sốt nóng”.

Sốt đất từ giữa năm 1993 đến hết 1994

Trong hai năm này, giá nhà đất tăng đột biến bình quân khoảng 10 lần. Sau đó trải qua một giai đoạn đóng băng lì lợm, kéo dài cho đến hết những năm 1990.

Đầu những năm 1990, dân chúng bắt đầu có tích lũy bằng tiền và vàng. Một nhóm người muốn đảm bảo tài sản của họ bằng cách mua nhà, đất. Sự thay đổi về kinh tế đã làm tăng thặng dư về tài sản. Đất bắt đầu được săn lùng... Vào năm 1988, một lô đất 200m² ở khu vực Láng Thượng (Đống Đa – Hà Nội) được giao dịch thành công với giá 2 chỉ vàng (cả lô đất). Năm 1990, mảnh đất 200m² ấy lại được giao dịch với giá 7 cây vàng (1 cây = 10 chỉ), cao gấp 35 lần thời điểm 2 năm trước đó. Và tới giữa năm 1993, người ta định giá chừng 120 cây vàng (6 chỉ vàng/1m²) cho mảnh đất đó, gấp 17 lần giá 3 năm trước và gấp 600 lần so với giá cách đó 5 năm!

Cuối năm 1992, ở khu vực ở ngoại ô thành phố Hồ Chí Minh, nay là Thảo Điền, quận 2, có gia đình bán thửa đất 1.000m² ông bà để lại được 7 chỉ vàng. Một năm sau, gặp cơn sốt đất, người ta rao bán thửa đất đó với giá hơn 100 cây vàng.

Sốt đất năm 2000-2003

Sau một thời gian dài bình lặng, từ năm 2000 lại bắt đầu một chu kỳ sốt giá mới. Giá nhà đất tăng nhanh liên tục và đạt đỉnh cao vào khoảng quý II/2001. Tại thời điểm đó, giá bình quân tăng 5 lần so với trước đó. Giá nhà đất tăng không hoàn toàn do nhu cầu sử dụng tăng mà chủ yếu mang tính đầu cơ. Người thực sự có nhu cầu và khả năng mở rộng tài sản, cải thiện chỗ ở chỉ chiếm từ 20-30%. Giá bất động sản của Việt Nam giai đoạn này đã vươn tới mức rất đắt so với mặt bằng chung trên thế giới, cao hơn cả một số thành phố lớn của những nước công nghiệp phát triển.

Nguyên nhân dẫn đến tình trạng “bùng nổ” thị trường bất động sản ở giai đoạn này có nguồn gốc từ tăng trưởng kinh tế, đời sống được cải thiện và người dân có tích lũy. Do đó, nhu cầu đất đai phục vụ sản xuất kinh doanh và nhà ở liên tục gia tăng. Hệ quả là, đầu cơ trong kinh doanh nhà đất phát triển mạnh mẽ. Bên cạnh đó, chính sách của Nhà nước về đất đai cũng cởi mở hơn, giúp các giao dịch bất động sản trở nên thuận lợi. Hai yếu tố cuối cùng là tâm lý kỳ vọng vào khả năng sinh lợi vô tận của đất, và thông tin không đầy đủ về giá nhà đất.

Từ cuối năm 2003, thị trường bất động sản lại “đóng băng” lạnh lẽo. Theo số liệu thống kê, số giao dịch địa ốc thành công trong năm 2003 giảm 28%, năm 2004 giảm 56% và năm 2005 giảm 78%(!).

Giá nhà đất trên mặt bằng cả nước vào thời điểm cuối năm 2005 đầu năm 2006 có biểu hiện sụt giảm rõ nét, tuy diễn biến không đồng đều và khá phức tạp. Qua khảo sát ở một số địa phương phía Bắc thì giá nhà đất có nơi đã hạ tới 30- 40% mà vẫn không có người mua. Chẳng hạn, nhà đất mặt đường ở một số trung tâm huyện lỵ khu vực Vĩnh Tường, Yên Lạc (Vĩnh Phúc); Phong Châu, Đoan Hùng (Phú Thọ); Từ Sơn (Bắc Ninh); Yên Thi, Mỹ Văn (Hưng Yên)... trước năm 2004 giá lên tới 700-800 triệu đồng/mảnh (trên - dưới 100m²), thì đến đầu năm 2006 chào giá 400-500 triệu đồng vẫn không ai quan tâm.

Ở các đô thị lớn như Hà Nội, thành phố Hồ Chí Minh, thị trường bất động sản cũng không khá hơn. Khu vực Cổ Nhuế, Thanh Xuân Trung, Mỹ Đình (Hà Nội)... trước năm 2003 mức giá rao phổ biến là trên 20 triệu đồng/m², nhưng sang năm 2004 chỉ rao bán ở mức trên - dưới 15 triệu đồng/m² mà vẫn ít giao dịch.

Năm 2007 đến đầu năm 2008

Nếu trong lần sốt giá nhà đất trước đó, Hà Nội là tâm điểm thì trong đợt này bất động sản tại thành phố Hồ Chí Minh có tốc độ tăng giá chóng mặt.

Từ cuối năm 2006, thị trường bất động sản tại thành phố Hồ Chí Minh đã trở nên nhộn nhịp. Giá bất động sản được nâng lên mức “trên trời”. Còn nhớ, giá căn hộ cao ốc “bèo” nhất ở khu Phú Mỹ Hưng (quận 7) lúc đó cũng vài tỷ đồng, còn giá biệt thự thì tính ra cả triệu USD.

Giá bất động sản đã lên quá nhanh và không phản ánh đúng nhu cầu và giá trị thực của thị trường. Mức độ, quy mô đầu cơ trong giai đoạn này lớn hơn hẳn so với các lần sốt giá trước đó. Điều này tạo ra sự lo ngại về bong bóng bất động sản làm gia tăng nợ xấu tại các ngân hàng.

Từ cuối quý I/2008, thị trường nhà ở tại thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội rơi trở lại trạng thái suy thoái. Giá nhà căn hộ tại Hà Nội, đến đầu quý IV/2008, đã giảm tới 15-25% so với một năm trước đó. Tại thành phố Hồ Chí Minh, có trường hợp giá căn hộ giảm 50-60% so với thời kỳ đỉnh điểm. Ở các đô thị lớn khác, tuy thị trường nhà ở trầm lắng hơn so với trước nhưng do quy mô thị trường không lớn nên chưa gây

tác động nghiêm trọng. Thị trường văn phòng cho thuê vẫn ổn định tại Hà Nội, nhưng diễn biến phức tạp tại thành phố Hồ Chí Minh. Ở thành phố Hồ Chí Minh giá thuê văn phòng loại A tăng lên, có thể đạt 70–100 USD/m²/tháng, nhưng lại giảm đối với văn phòng loại B và loại C.

9.4.3 Giao dịch bất động sản ở Việt Nam

Các giao dịch về đất đai và nhà ở đã từng xuất hiện và vẫn tồn tại từ thời phong kiến xa xưa cũng như thời kỳ Pháp thuộc ở Việt Nam. Phần này tập trung xem xét đến thị trường bất động sản Việt Nam kể từ sau năm 1945.

Từ sau Cách mạng Tháng Tám năm 1945 đến năm 1980

Trước Quyết định số 201/CP ngày 1/7/1980 của Hội đồng Chính phủ về việc thống nhất quản lý ruộng đất và tăng cường công tác quản lý ruộng đất, bao gồm cả đất ở, trong cả nước, Việt Nam tồn tại chế độ đa sở hữu về đất đai: sở hữu nhà nước – toàn dân, sở hữu tập thể – hợp tác xã và sở hữu tư nhân, kể cả các nhà tư sản dân tộc.

Do tồn tại chế độ đa sở hữu như vậy nên bất động sản (nhà – đất) vẫn tham gia vào quá trình trao đổi, mua, bán, mặc dù thời đó các giao dịch kiểu này không được quy định tại bất cứ văn bản pháp quy nào. Các hoạt động giao dịch mua, bán, cho thuê, cầm cố giữa các cá nhân về đất đai và nhà ở tuy không phải là phổ biến nhưng vẫn được thực hiện theo truyền thống tập quán cộng đồng, do các bên tham gia giao dịch tự thỏa thuận với nhau.

Bởi nhiều lý do mang tính lịch sử và cách nhận thức của xã hội lúc bấy giờ, số trường hợp đưa ra xác nhận giao dịch trong thời kỳ này là rất ít (thường chỉ là các giao dịch trong đó có ít nhất một bên tham gia là tổ chức hoặc tập thể). Đa số các giao dịch giữa các bên tham gia là tư nhân được thực hiện thông qua thỏa thuận giữa các cá nhân bằng những văn tự viết tay có chữ ký của hai bên (đôi khi có cả điểm chỉ) hoặc cẩn thận hơn thì có cả chữ ký của những người làm chứng (thường là những người hàng xóm cận kề với “hàng hóa” được giao dịch hoặc bạn bè thân tín).

Vào thời kỳ đó, giá trị của bất động sản không được đánh giá cao. Nhiều trường hợp vẫn còn “cho nhau miếng đất làm nhà,” hoặc bạn bè

thừa nhà, đất không dùng đến nhường lại (bằng miệng) cho nhau với giá rẻ như cho... Đây là căn nguyên của khó khăn trong quản lý và quá trình xét cấp “sổ hồng”, “sổ đỏ” cũng như các tranh chấp nhà đất tưởng như không thể giải quyết cho tới mãi sau này.¹⁵

Từ Quyết định số 201/CP ngày 1/7/1980 của Hội đồng Chính phủ có hiệu lực, việc mua bán nhà đất dường như được thực hiện dễ dàng hơn, và các cá nhân tham gia mua bán cũng thường xuyên dắt nhau lên phường (hoặc cấp tương đương) để xin xác nhận vào tờ giấy mua bán đất. Tuy nhiên, lúc đó hầu hết người ta chỉ xác nhận theo tính chất xác nhận hộ khẩu thông thường chứ chưa xác nhận về việc mua bán. Dù sao giấy tờ mua bán có cái dấu đỏ cũng “có vẻ” mang tính pháp lý cao hơn(!). Rất nhiều trường hợp mua bán chỉ có loại giấy này mà không làm thủ tục sang tên đổi chủ.

Cũng chính trong giai đoạn này, thị trường nhà đất dần định hình, giá nhà đất bắt đầu tăng, nhu cầu về thông tin thị trường cũng nhen nhóm. Dấu hiệu quan sát được là trên một số tờ báo xuất hiện thông tin mua bán nhà đất như *Hà Nội mới*, *Sài Gòn Giải phóng*... Đội ngũ “cò đất” (cách gọi bình dân của những cá nhân làm nghề môi giới giao dịch bất động sản, những người này thường cũng kiêm luôn dịch vụ pháp lý đi kèm giao dịch) cũng ra đời kể từ đầu những năm 1980 này với mức hoa hồng khá linh hoạt từ 1-3% giá trị giao dịch (tùy theo từng giao dịch, giao dịch càng lớn thì tỷ lệ hoa hồng càng thấp). Có trường hợp, hoa hồng được hưởng từ cả hai phía, có trường hợp chỉ được hưởng từ bên bán. Các giao dịch chủ yếu vẫn là các giao dịch nhỏ lẻ, giữa các bên tham gia là tư nhân, cá thể. Cũng bắt đầu hình thành một vài nhà đầu cơ với quy mô nhỏ vào cuối những năm 1980.

Từ năm 1993 trở đi, thị trường chính thức được điều chỉnh bởi Luật Đất đai. Đây cũng chính là thời điểm đẩy lên cơn sốt đất đầu tiên. Các giao dịch bỗng chốc trở nên sôi động. Đi đâu cũng thấy người ta nói về

¹⁵Trước năm 1980, giá đất đai, bất động sản ở Việt Nam còn khá rẻ. Cán bộ nhà nước được đi công tác nước ngoài chừng 1 – 2 tháng có thể mua về được 1 chiếc xe đạp nhãn hiệu Peugeot màu xanh cánh chài, nếu bán đi và dùng tiền (nói chính xác hơn là vàng) đó mua bất động sản thì có thể mua được cả thửa đất rộng hàng nghìn mét vuông ở khu vực ven đô Hà Nội (Đống Đa, Ba Đình...). Vào thời điểm năm 2008 (khi thị trường bất động sản đang sụt giảm nghiêm trọng), mảnh đất ấy nếu bán đi vẫn có thể mua lại được hàng trăm chiếc ô tô hạng sang trị giá nửa tỷ đồng mỗi chiếc xe.

nhà, về đất. Ngồi đâu cũng được nghe những tấm gương phát lên nhờ đất mà xuýt xoa, mà mơ rằng sẽ có lúc mình... phát lên như thế. Một cảnh tương tự những ngày “sốt” chứng khoán của năm 2007.

Các thành phần tham gia thị trường bất động sản ngày một đa dạng và bài bản hơn. Đặc biệt, có cả nhân tố các nhà đầu tư nước ngoài cũng tham gia thị trường bất động sản. Thị trường dường như mang một vẻ mặt mới cùng với sự ra đời và tham gia của hàng loạt các công ty địa ốc trong và ngoài nước bên cạnh các trung tâm địa ốc lớn, nhỏ có mặt ở khắp nơi. Trong các giao dịch, tính pháp lý cũng cao hơn và chuyên nghiệp hơn với sự có mặt của các công chứng viên. Cung cầu hàng hoá trên thị trường cũng phát triển nhanh chóng về cả số lượng và chất lượng, các giao dịch được chuyên nghiệp hóa trên các sàn giao dịch địa ốc.

Nhờ vào chính sách đổi mới, mở cửa, công ty nước ngoài ồ ạt vào Việt Nam làm ăn và công ty trong nước cũng lớn mạnh không ngừng, nhu cầu nhà ở và văn phòng vì thế ngày càng tăng, dịch vụ cho thuê bất động sản cũng ra đời và sôi động kể từ đây. Mặc dù còn yếu và còn thiếu tính chuyên nghiệp, tính hệ thống, nhưng các luồng thông tin về thị trường bất động sản cũng ngày một đa dạng hơn, phong phú hơn và cập nhật hơn trên các phương tiện thông tin đại chúng, các trang điện tử chuyên đề...

Nguồn vốn, phương tiện quy đổi và thanh toán

Trước năm 1993, khi thị trường bất động sản Việt Nam còn trong giai đoạn phát triển tự phát, nguồn vốn giao dịch bất động sản chủ yếu vẫn là tiền tích lũy trong dân chúng. Khi đó, các ngân hàng cũng như các tổ chức tài chính khác chưa phát triển các dịch vụ tài chính cho vay mua bất động sản nên tiền, vàng tham gia giao dịch phần lớn từ nguồn tiết kiệm. Hoạt động đầu cơ thực sự chỉ xuất hiện vào năm 1993, ngay trước khi cơn sốt đất đầu tiên bắt đầu nhen nhóm.

Sau năm 1993, từ khi Luật Đất đai ra đời, việc mua bán bất động sản được chính thức thừa nhận, thị trường bất động sản sôi động và phát triển từng ngày, tín dụng cho vay mua bất động sản cũng bắt đầu phát triển. Ngân hàng đua nhau giới thiệu các hình thức thế chấp bất động sản. Bên cạnh đó, các luồng tiền từ nước ngoài chảy vào Việt Nam trong các dự án đầu tư nước ngoài, kiều hối... cũng tăng dần qua từng năm.

Bởi vậy, trong thời kỳ này ngoài tiền tiết kiệm, nguồn vốn tham gia giao dịch bất động sản tăng mạnh. Hơn nữa, trước kia, tích lũy trong dân chúng thường là tích lũy từ nhiều đời, trong giai đoạn này kinh tế phát triển nhanh nên có cả phần tích lũy từ lao động, sản xuất kinh doanh.

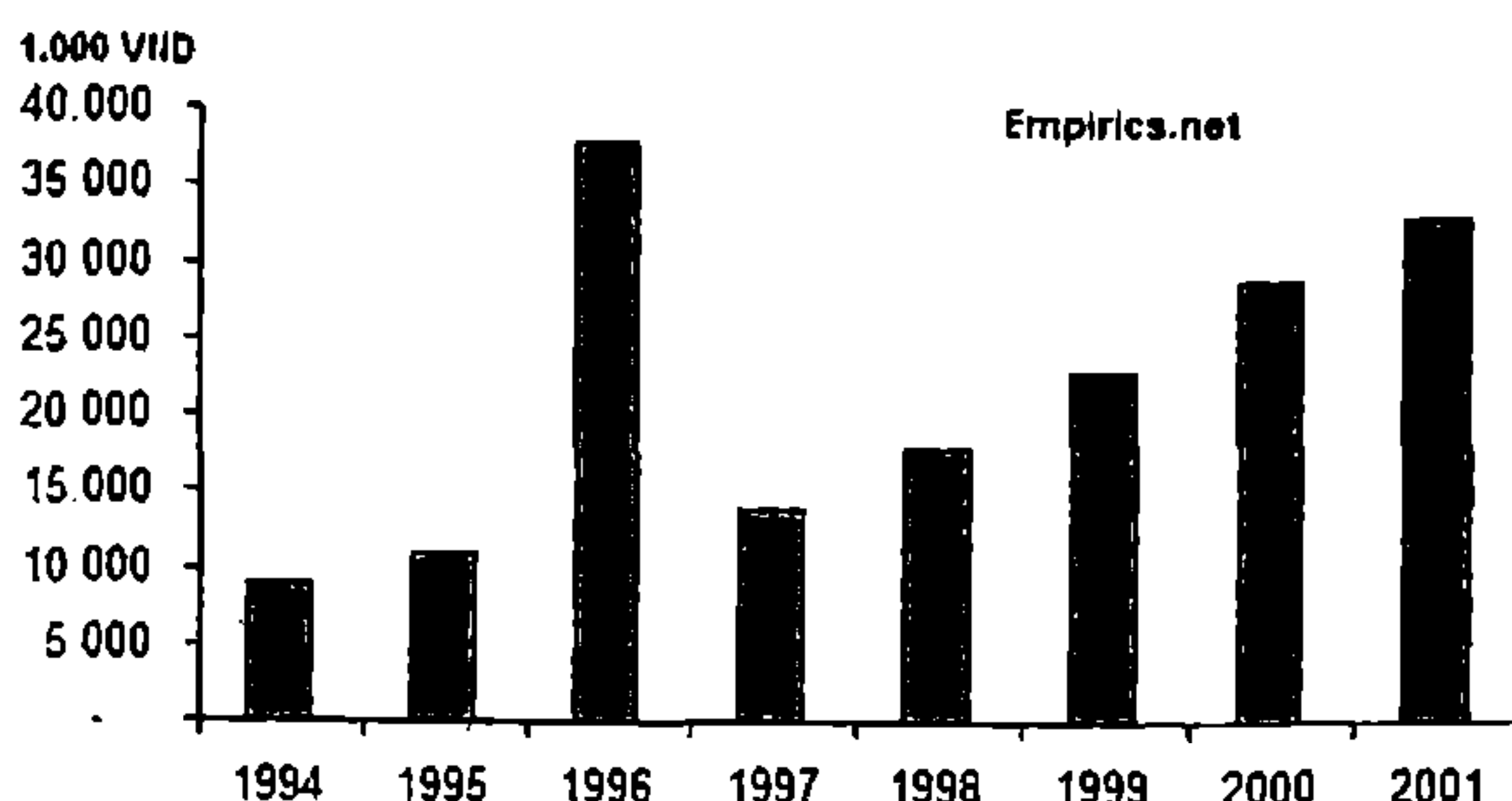
Theo tập quán, kể cả lúc thị trường phát triển tự phát (trước năm 1993) và sau đó, hầu hết phương tiện thanh toán và quy đổi trong các giao dịch bất động sản đều tính qua vàng hoặc USD. Ví dụ, căn hộ cao cấp tại tòa nhà Pacific Place (ngã tư Lý Thường Kiệt – Phan Bội Châu, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội) do Tập đoàn Jaccar Bourbon làm chủ đầu tư được giao bán với giá 3.900 USD/m². Từ khi có thêm các sản phẩm bất động sản cao cấp (căn hộ chung cư cao cấp, biệt thự...) trong các khu đô thị mới do các nhà đầu tư trong nước và nước ngoài làm chủ đầu tư, đồng USD càng được sử dụng phổ biến để tính giá trị bất động sản.

Cung, cầu và giá nhà đất

Giá đất ở Việt Nam đang nằm ở mức rất cao so với mặt bằng chung trên thế giới. Tại khu vực trung tâm Hà Nội, có vị trí giá đất đắt ngang với giá ở Tokyo. Giá đất tăng với mức độ quá sức tưởng tượng, đặc biệt là trong các đợt sốt đất, hình 9.10.

Sức hấp dẫn của lợi nhuận, chính là lý do giải thích vì sao các khu đô thị mới lại được đầu tư xây dựng với tốc độ nhanh chóng. Tính đến tháng 10/2008, cả nước có hơn 150 khu đô thị mới đã và đang được đầu tư xây dựng, tập trung nhiều nhất ở hai đô thị lớn nhất đất nước là Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh. Dự kiến, đến năm 2010 các dự án khu đô thị mới sẽ tạo thêm 10 triệu m² nhà ở cho quỹ nhà của Hà Nội. Trong khi đó, chỉ có 20% dân số Hà Nội có đủ điều kiện tài chính để mua nhà.

Phần đông dự án phát triển nhà ở tập trung vào phân khúc thị trường khách hàng có thu nhập khá và cao. Nhu cầu về nhà ở cho người có thu nhập thấp rất lớn nhưng vẫn đang bỏ ngỏ. Mặc dù chương trình xây dựng nhà ở xã hội thí điểm tại một số thành phố lớn đã triển khai nhưng việc đo lường hiệu quả cần có thêm thời gian. Dự án nhà ở đòi hỏi phải có nguồn vốn đầu tư lớn, muốn tham gia đầu tư thì phải vay với lãi suất cao, nhưng lợi nhuận thu được khi cho thuê, thuê mua nhà ở xã hội lại thấp, thời gian thu hồi vốn dài, khả năng thanh toán của đối tượng thuộc chương trình nhà ở xã hội cũng hạn chế. Vì thế, hầu hết



Hình 9.10: Giá đất bình quân ở Hà Nội, 1994-2001

Nguồn: Kết quả điều tra của Tổng cục Địa chính

Giá bình quân 1m^2 mặt tiền. Khu vực phố Bà Triệu, Hà Nội, mặt tiền.

các doanh nghiệp không mặn mà đầu tư vào phân khúc này.

Kết quả điều tra, thống kê từ Đề án về chính sách nhà ở cho cán bộ, công chức năm 2008 của Ban Tổ chức Trung ương cho thấy, mới có khoảng $\frac{2}{3}$ trong tổng số 2 triệu cán bộ, công chức, viên chức đã tự lo được nhà ở cho mình. Số còn lại chưa có chỗ ở ổn định, phải ở ghép hộ, ở nhờ, ở tạm... Đáng chú ý, công chức, cán bộ ở Hà Nội có diện tích ở chật chội nhất ($7\text{-}7,5\text{ m}^2/\text{người}$), kể đó là thành phố Hồ Chí Minh ($12\text{ m}^2/\text{người}$). Ngay cả những người đã được phân phối nhà chung cư trước đây thì hầu hết chất lượng nhà đã xuống cấp nghiêm trọng nhưng chưa được sửa chữa kịp thời. Đối tượng gặp khó khăn về nhà ở tập trung vào các hộ gia đình trẻ có trình độ chuyên môn, nghiệp vụ. Đây là lực lượng lao động chủ lực của đất nước nhưng do thời gian công tác còn ít, khả năng thu nhập còn hạn hẹp, chưa đủ điều kiện tích lũy để mua hoặc thuê nhà ở theo giá thị trường nên rất cần sự hỗ trợ của Nhà nước để giúp họ cải thiện chỗ ở.

Còn theo tính toán của Bộ Xây dựng, với mức thu nhập bình quân của một hộ gia đình tại khu vực đô thị khoảng 4-6 triệu đồng/tháng so với giá mua một căn hộ chung cư với mức giá trung bình hiện nay (từ 800 triệu - 1 tỷ đồng) thì chỉ số giá nhà ở/thu nhập của Việt Nam ở vào khoảng 15,6-16,6. Trong khi chỉ số này ở châu Âu, Trung Đông và Bắc Mỹ là 6,59; châu Phi là 2,21; Nam Á là 6,25; Đông Á là 4,15; Mỹ latin

và Caribe là 2,38. Như vậy, chỉ số giá nhà ở/thu nhập của Việt Nam cao hơn rất nhiều so với các nước trong khu vực cũng như các nước khác trên thế giới. Giá nhà quá cao trong khi thu nhập còn thấp chính là nguyên nhân cơ bản làm cho đại bộ phận những người lao động, bao gồm cả những đối tượng hưởng lương từ ngân sách nhà nước và những đối tượng làm việc trong các thành phần kinh tế rất khó có điều kiện để tạo lập chỗ ở, nếu không có chính sách tạo điều kiện, hỗ trợ từ Nhà nước và cộng đồng.

Những ai tham gia thị trường?

Trên cơ sở ra đời của thị trường bất động sản, đội ngũ các tổ chức, cá nhân tham gia vào thị trường bất động sản ngày một đông thêm. Bên cạnh các thành viên “truyền thống” của thị trường (cá nhân, hộ gia đình), đi đầu trong hệ thống các tổ chức tham gia kinh doanh bất động sản là những doanh nghiệp nhà nước được giao nhiệm vụ quản lý nhà, đất thuộc sở hữu nhà nước và đầu tư phát triển hạ tầng các khu đô thị mới.

Nhiều loại hình tổ chức cũng đã ra đời và tăng nhanh về qui mô như: các loại doanh nghiệp kinh doanh địa ốc; các trung tâm dịch vụ bán đấu giá và các hoạt động định giá bất động sản thuộc sở hữu nhà nước của cơ quan tài chính tại một số địa phương; các tổ chức dịch vụ môi giới về nhà đất, các tổ chức tư vấn pháp luật về đất đai, bất động sản; các tổ chức tư vấn và thông tin bất động sản...

Hệ thống tín dụng - ngân hàng tham gia ngày càng tích cực vào thị trường bất động sản. Nhiều quỹ phát triển nhà ở tại đô thị, ngân hàng nhà, ngân hàng phát triển nhà và các tổ chức tín dụng cho vay đầu tư phát triển nhà hoặc thế chấp bất động sản được thành lập.

Kể từ những năm đầu tiên của thế kỷ XXI, lực lượng tham gia thị trường bất động sản là các nhà đầu tư nước ngoài tăng lên nhanh chóng. Đặc biệt, vào năm 2008, bất an tài chính và khủng hoảng thị trường bất động sản ở các thị trường Hoa Kỳ, châu Âu khiến các nguồn vốn đang khát lợi nhuận buộc phải loay hoay tìm đường vào thị trường bất động sản Việt Nam cũng như các nước ASEAN khác. Có thể dự báo rằng, các nhà đầu tư nước ngoài sẽ ngày càng trở thành một bộ phận quan trọng trên thị trường bất động sản Việt Nam.

Vốn FDI vào Việt Nam trong lĩnh vực bất động sản liên tục tăng lên

và chiếm tỷ trọng cao trong tổng vốn FDI những năm trở lại đây. Nếu như các năm 2005-2006, tỷ trọng này khoảng 22% thì năm 2007 là 35% và đặc biệt năm 2008 tăng lên 36,8% với số vốn đăng ký đạt 23,6 tỷ USD. Xu thế đầu tư vào bất động sản của các nhà đầu tư nước ngoài nhiều khả năng vẫn còn tiếp tục trong nhiều năm. Đây là nguồn lực cần sử dụng hợp lý để cải thiện và phát triển hệ thống cơ sở hạ tầng đang còn yếu kém, tạo thêm nhiều nhà ở chất lượng cao, các khu du lịch đạt tiêu chuẩn quốc tế... giúp kích cầu đầu tư và tiêu dùng, tạo công ăn việc làm và đóng góp tăng trưởng GDP. Tuy nhiên, đăng ký dự án hàng tỷ USD không đồng nghĩa với việc nhà đầu tư nước ngoài mang khối tiền khổng lồ đó vào Việt Nam.

Trên thực tế, phần nhiều dự án bất động sản có vốn đầu tư nước ngoài vẫn đang sử dụng phần vốn huy động rất lớn từ... chính thị trường Việt Nam! Nói cách khác, lượng của cải đáng kể của dân chúng đã đổ vào các dự án bất động sản của nhà đầu tư nước ngoài. Thực tế này tạo ra nhiều vấn đề trong công tác quản lý nhà nước để vừa tận dụng cơ hội cũng như hạn chế những nguy cơ xảy ra từ xu hướng đầu tư nước ngoài đột biến vào lĩnh vực bất động sản đối với sự ổn định của nền kinh tế Việt Nam.

9.4.4 Những bất cập còn tồn tại

Bất động sản là tài sản có giá trị lớn, tác động rất nhiều tới đời sống của đông đảo dân chúng. Những bất cập tồn tại trong thủ tục hành chính ghi nhận quyền sở hữu, trong giao dịch và trên thị trường bất động sản luôn nằm trong danh sách quan tâm hàng đầu của người dân.

Lộn xộn hồ sơ nguồn gốc

Trong Bộ Luật Dân sự, tại Khoản 1 Điều 693 quy định một trong những điều kiện chuyển quyền sử dụng đất là phải có giấy tờ chứng nhận quyền sử dụng đất. Thủ tục quy định trong việc xét cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất đối với không ít người dân là quá phức tạp, chằng chịt và khó lòng đáp ứng đủ các điều kiện theo quy định của Nhà nước. Nguyên nhân chủ yếu là vì nước ta trải qua một thời gian dài chiến tranh, hồ sơ đất đai bị thất lạc và có những xáo trộn trong quan hệ sử dụng đất đai; việc quản lý hồ sơ đất đai ở các miền cũng khác nhau;

việc quản lý đất đai từng có lúc bị buông lỏng... Đây là những bất cập cần sớm được giải quyết.

Những khó khăn, vướng mắc trong việc xem xét cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất cho người dân đã hạn chế số lượng đất đai có đủ điều kiện pháp lý để tham gia chuyển nhượng trên thị trường. Chính phủ từng đặt ra kế hoạch là đến hết năm 2005 phải hoàn thành việc cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất cho các tổ chức, hộ gia đình, cá nhân sử dụng nhà đất ổn định, không có tranh chấp. Đây là nguyên nhân cơ bản dẫn đến hiện tượng giao dịch “ngầm” vẫn phổ biến trên thị trường bất động sản. Bên cạnh đó là quy trình mua bán phức tạp, qua nhiều khâu trung gian, chi phí không hợp lý và chế tài xử lý vi phạm chưa đủ mạnh.

Theo quy định vào năm 2008, đất đai được cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng theo mẫu của Bộ Tài nguyên và Môi trường, nhưng tài sản trên đất (nhà) lại được đăng ký quyền sở hữu theo mẫu quy định của Bộ Xây dựng. Mặc dù Chính phủ đã yêu cầu các cơ quan chức năng phải thống nhất thực hiện việc cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất và quyền sở hữu tài sản trên đất, nhưng trên thực tế việc thống nhất chung một giấy cũng còn nhiều tranh cãi giữa các cơ quan hữu trách.

Hệ thống văn bản pháp luật về đất đai quá nhiều và phức tạp. Xung quanh vấn đề đất đai và nhà ở hiện có hàng trăm văn bản liên quan khiến cho người dân và cả cơ quan chức năng gặp khó khăn trong việc tìm hiểu, áp dụng. Mỗi địa phương lại có những quy định riêng khiến cho việc mua, bán nhà ở ngày càng trở nên rối rắm.

Trong nền kinh tế thị trường, người dân nhanh chóng nhận ra đất đai là tài sản có giá trị và muốn chuyển nhượng đất đai một cách dễ dàng. Người dân cũng muốn an toàn khi tiến hành các giao dịch bất động sản và cần được Nhà nước bảo hộ cho các lợi ích, chính đáng liên quan đến loại tài sản này. Muốn tạo điều kiện cho các giao dịch dân sự trong thị trường bất động sản thì rõ ràng cần làm tốt hơn các dịch vụ hành chính công, đặc biệt trong đăng ký quyền tài sản và các giao dịch liên quan, cấp các chứng chỉ cần thiết bảo đảm quyền sở hữu tài sản, tạo mọi điều kiện thuận lợi cho người dân khi thực hiện chuyển nhượng (mua bán, chuyển đổi, chuyển nhượng, thừa kế) bất động sản của mình, đồng thời, thực hiện các biện pháp ngăn chặn hoặc trấn áp hành vi xâm hại tài sản tư.

Việc cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất tại nhiều địa phương chưa làm tốt. Tỷ lệ cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất ở đô thị còn rất thấp như Hải Phòng, Hải Dương và một số địa phương khác. Do đó, kế hoạch hoàn thành cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất trong năm 2005 mà đến năm 2008 vẫn chưa thể thực hiện được. Điều này làm cản trở việc kiểm soát của Nhà nước với các giao dịch trên thị trường bất động sản.

Đẩy nhanh tiến độ cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng các loại đất là biện pháp quan trọng nhằm xác lập trật tự quyền sử dụng đất và tăng cường kiểm soát của Nhà nước trong giao dịch bất động sản. Tháng 7/2008, Bộ Tài nguyên và Môi trường đã yêu cầu Tổng cục Quản lý Đất đai phải chủ động phối hợp với các địa phương, bảo đảm hoàn thành mục tiêu đến cuối năm 2010 phải cơ bản hoàn thành việc đăng ký đất đai, lập hồ sơ địa chính cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất và tài sản gắn liền với đất.

Thuế và phí

Mặc dù Luật Thuế chuyển quyền sử dụng đất đã quy định người bán phải chịu thuế chuyển quyền sử dụng đất nhưng trên thực tế người mua thường phải nộp khoản thuế này khi tiến hành thủ tục đăng ký chuyển quyền sử dụng đất. Cộng thêm vào giá đất vốn đã rất cao, người mua phải chịu mọi rủi ro và chi phí khi đăng ký chuyển quyền tài sản. Điều này cũng góp phần dẫn đến tình trạng mua bán trao tay xuất phát từ tâm lý “ngại chi phí”.

Theo các quy định được áp dụng cho tới tháng 10/2008, thuế suất thuế chuyển quyền sử dụng đất là 2% đối với đất sản xuất nông nghiệp, lâm nghiệp, nuôi trồng thủy sản, làm muối và 4% đối với đất ở, đất xây dựng công trình. Mức thuế suất này được áp dụng từ thời điểm năm 1994, nay giá đất đã tăng thêm nhiều lần theo quy định của Luật Đất đai năm 2003. Kể cả với mức giá đất quy định tại thời điểm trước khi Luật Đất đai có hiệu lực (trước 1/7/2004) thì mức thuế suất 4% cũng là cao.

Theo Bộ Xây dựng, điều này càng bất hợp lý hơn trong trường hợp mua, bán không vì mục đích kinh doanh mà chỉ để cải thiện về nhà ở. Từ đó, dẫn đến tình trạng người dân sẵn sàng mua bán trao tay, không làm thủ tục với Nhà nước, hoặc khai thấp hơn giá thực tế giao dịch làm Nhà nước bị thất thu thuế, không quản lý được việc sử dụng nhà, đất và

dễ gây tiêu cực. Theo số thống kê chưa chính thức, năm 2008, số lượng giao dịch ngầm trên thị trường nhà đất, nhất là tại các đô thị lớn, chiếm tới 70-80%. Tại khu vực nông thôn, hình thức mua bán bằng giấy viết tay vẫn phổ biến.

Trước những bức xúc từ thực tế, Bộ Tài chính đã đưa ra đề xuất giảm mức thuế suất thuế chuyển quyền sử dụng đất từ 4% xuống mức dự kiến 2%. Nhiều chuyên gia nhận định, việc giảm thuế suất thuế chuyển nhượng đất ở, đất xây dựng công trình sẽ khuyến khích các tổ chức, hộ gia đình và cá nhân kê khai, nộp thuế khi giao dịch, chuyển nhượng quyền sử dụng đất. Do đó, thuế giảm không đồng nghĩa với việc nguồn thu bị ảnh hưởng mà ngược lại có thể tăng thu ngân sách nhà nước. Đây là hình thức giảm gánh nặng đóng góp cho dân song cũng là phương thức hiệu quả để tăng khả năng đóng góp thông qua việc người dân sẵn sàng chấp hành luật pháp khi mức thuế suất phù hợp. Người mua hoặc bán tránh được vi phạm trong khi Nhà nước tăng cường khả năng quản lý quỹ đất cũng như khả năng thu thuế qua việc thu đúng, thu đủ. Về phí trước bạ cũng còn nhiều băn khoăn. Mặc dù phí trước bạ đã được thay đổi từ giữa năm 2008, giảm từ 1% xuống còn 0,5%, nhưng có không ít ý kiến cho rằng mức thu này chưa phản ánh đúng bản chất của việc thu lệ phí.

Thiếu thông tin

Thị trường bất động sản Việt Nam còn thiếu thông tin chính thống, khách quan, đặc biệt là các thông tin quy hoạch. Việc công khai các thông tin quy hoạch chưa được thực hiện triệt để và rõ ràng. Điều này thúc đẩy mạnh tình trạng đầu cơ bất động sản khi một số ít thành phần nắm được chi tiết và rõ ràng các thông tin quy hoạch nên luôn “đi trước đón đầu”, đầu cơ kiếm lợi.

Trước mỗi quyết định giao dịch mua bán nhà, đất, các bên tham gia rất cần thông tin về nguồn gốc đất đai, quy hoạch, tình trạng sở hữu, sử dụng, tranh chấp, thế chấp nếu có. Nhưng quả thực, để tự đi tìm hiểu cho đủ những thông tin đó thì cũng giống “mò kim đáy bể”. Việc thiếu thông tin này cũng là một trong những lý do làm giảm tính thanh khoản của thị trường. Nếu thành lập được các cơ quan tư vấn của Nhà nước có chức năng cung cấp thông tin về quyền sử dụng đất đai và các giao dịch liên quan, tạo điều kiện thuận lợi trong các giao dịch này theo đúng quy

định của pháp luật thì đây sẽ là dấu mối thông tin tin cậy nhất để các bên tham gia giao dịch yên tâm đặt bút ký vào các hợp đồng mua bán.

Bung xung 2 giá

Việc tồn tại tình trạng “2 giá”, gồm: giá Nhà nước quy định và giá thị trường tự do, cùng cơ chế “xin - cho” dễ phát sinh tiêu cực làm rối loạn hoạt động của thị trường bất động sản, là tác nhân gây nên sự vô hiệu hóa quản lý nhà nước về đất đai.

Tại Hà Nội, giá đất trên thị trường trong những năm qua thường cao gấp 4-5 lần so với khung giá đất quy định của Nhà nước. Cá biệt, tại những địa điểm được người dân ưa chuộng có lúc cao gấp gần 10 lần. Nói chung, giá đất của các địa phương vẫn ban hành trước đây có chênh lệch lớn so với mức giá tối đa và mức giá tối thiểu được Chính phủ quy định. Mặc dù Điều 56 Luật Đất đai quy định giá đất của Nhà nước phải sát với giá chuyển nhượng trên thị trường trong điều kiện bình thường, nhưng trên thực tế, đa số các địa phương chỉ định giá ở mức cao nhất bằng 60% so với khung giá của Chính phủ và còn rất xa giá chuyển nhượng thực tế. Rất khó quyết định một khung giá đất phục vụ cho nhiều mục tiêu khác nhau (tính thuế chuyển nhượng quyền sử dụng đất, thu tiền khi giao đất hoặc cho thuê đất, tính giá trị tài sản khi giao đất, bồi thường thiệt hại khi thu hồi đất, tính lệ phí trước bạ...).

Từ đầu năm 2005 các địa phương đã công bố khung giá đất mới, nhưng khung giá đất được công bố cao nhất ước tính cũng chỉ bằng 70-80% giá chuyển nhượng trên thị trường. Việc định giá đến từng thửa đất là hướng đi tích cực song quy định giá đất điều chỉnh hàng năm gây ra rất nhiều khó khăn, đặc biệt đối với những dự án lớn mà việc thu hồi đất và giải phóng mặt bằng thường phải kéo dài trong nhiều năm. Hiện trạng này tác động trở lại thị trường bất động sản. Nếu căn cứ trên số dự án đăng ký đầu tư thì nguồn cung của căn hộ cao cấp, văn phòng cho thuê hoàn toàn có khả năng đáp ứng được nhu cầu. Nhưng tiến độ giải phóng mặt bằng chậm đã khiến cho thị trường bất động sản thiếu hàng. Nhiều địa phương cũng đã lên tiếng kiến nghị nên ổn định khung giá đất trong 5 năm.

Thiếu tính thống nhất và ổn định trong bộ máy quản lý

Nhiều cơ quan tham gia quản lý về bất động sản nhưng thiếu cơ quan chịu trách nhiệm trước Chính phủ về điều hành thị trường bất động

sản. Phải hơn mười năm sau khi thị trường bất động sản hình thành thì cơ quan gánh vác trách nhiệm quản lý phát triển thị trường bất động sản mới được xác định.

Cho đến ngày 29/6/2006, Luật Kinh doanh bất động sản ra đời mới quy định rõ: Bộ Xây dựng thực hiện quản lý nhà nước về hoạt động kinh doanh bất động sản. Đến nay, Bộ này mới bắt nhịp trong vai trò chủ trì phối hợp các bộ liên quan, chủ yếu là Bộ Kế hoạch và Đầu tư, Bộ Tài nguyên và Môi trường, và Bộ Tài chính, để hoàn thiện thể chế thị trường bất động sản. Trong năm 2008, Cục Quản lý nhà của Bộ Xây dựng mới được chuyển đổi theo chức năng, nhiệm vụ mới là Cục Quản lý nhà và thị trường bất động sản.

Bộ máy điều hành và phát triển thị trường bất động sản rất thiếu và yếu, mặc dù ngay từ Đại hội Đảng lần thứ VIII năm 1996, Việt Nam đã đặt ra nhiệm vụ “tổ chức, quản lý tốt thị trường bất động sản” (Văn kiện Đại hội đại biểu toàn quốc lần thứ VIII, tr. 100), được Đại hội lần thứ IX năm 2001 nhắc lại là phải “Thúc đẩy sự hình thành, phát triển và từng bước hoàn thiện các loại thị trường... hiện chưa có hoặc còn sơ khai như... thị trường bất động sản”.¹⁶

Tiếp đó Đại hội X năm 2006 nhấn mạnh cụ thể hơn nữa là phải “Phát triển thị trường bất động sản..., bảo đảm quyền sử dụng đất chuyển thành hàng hóa một cách thuận lợi, làm cho đất đai thực sự trở thành nguồn vốn cho phát triển, thị trường bất động sản trong nước có sức cạnh tranh so với thị trường khu vực, có sức hấp dẫn các nhà đầu tư... Nhà nước vừa quản lý tốt thị trường bất động sản vừa là nhà đầu tư bất động sản lớn nhất. Hoàn thiện hệ thống luật pháp về kinh doanh bất động sản”.¹⁷

9.4.5 Tiềm năng của thị trường bất động sản

Thị trường bất động sản có vai trò quan trọng trong nền kinh tế quốc dân, thậm chí trở thành khu vực kinh tế trụ cột khi đóng góp từ 5% trở

¹⁶Đảng Cộng sản Việt Nam. *Văn kiện Đại hội đại biểu toàn quốc lần thứ IX*, Nxb. Chính trị quốc gia, Hà Nội, 2001, tr. 100

¹⁷Đảng Cộng sản Việt Nam. *Văn kiện Đại hội đại biểu toàn quốc lần thứ X*, Nxb. Chính trị quốc gia, Hà Nội, 2006, tr. 81

lên trong tổng GDP. Năm 1994, WB đã tổng kết được rằng cứ đầu tư 10 tỷ USD để xây dựng nhà ở thì tạo ra 17–22 tỷ USD nhu cầu đối với các ngành kinh tế khác, và khi tiêu dùng 10 tỷ USD vào nhà ở thì tạo ra 13–15 tỷ USD tiêu dùng kèm theo vào các hàng hóa khác, cộng cả hai tác động này thì một đồng trong kinh tế bất động sản kéo theo ít nhất ba đồng trong các ngành kinh tế khác.

Thị trường bất động sản năm 2007 đã cho thấy sự gia tăng về cầu trong tất cả các mảng thị trường. Đây cũng là năm được chứng kiến luồng FDI vào bất động sản lớn chưa từng có, 5 tỷ USD, chiếm khoảng 30% tổng FDI vào Việt Nam. Tỷ lệ này trong nửa đầu năm 2008 tăng lên 60%. Các dự án không chỉ còn tập trung ở hai trung tâm Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh mà đã lan tỏa đến các thành phố đầy tiềm năng khác như Hải Phòng, Đà Nẵng, Nha Trang, Cần Thơ... Bên cạnh vốn FDI chảy vào đất thì dòng vốn FPI cũng tìm đến các dự án bất động sản. Rất nhiều tập đoàn, công ty quản lý quỹ nước ngoài thông qua việc mua lại cổ phần hoặc góp vốn vào các doanh nghiệp trong nước có quỹ đất để tham gia vào kênh bất động sản.

Tiềm năng của thị trường bất động sản rất lớn do thu nhập của người dân Việt Nam gia tăng mạnh mẽ và tầng lớp trung lưu trong xã hội ngày càng nhiều. Thêm vào đó, $\frac{2}{3}$ dân số Việt Nam ở độ tuổi rất trẻ (dưới 30 tuổi), nên nhu cầu nhà ở của đối tượng này vô cùng cao. Hơn ai hết, chính các nhà đầu tư nước ngoài đã nhận thấy rất rõ điều này.

Tại Việt Nam, vào thời điểm năm 2008, nhà ở đô thị mới đạt 11 m²/người, mức đang phấn đấu đến năm 2011 khoảng 14 m²/người. Ở các đô thị nước ta hiện có 22 triệu người, nếu cứ tăng thêm 1 m²/người thì phải có thêm 22 triệu m² sàn. Theo thống kê của WB, thị trường nhà ở và bất động sản sẽ phát triển mạnh mẽ đến khi mức thu nhập bình quân trên đầu người đạt 8.000–10.000 USD. Trong khi đó, đến nay mức GDP của Việt Nam mới chỉ đạt được 800–1.000 USD/người.

Nhu cầu đầu tư và đầu cơ bất động sản ở Việt Nam đang tăng lên cùng tiến trình phát triển kinh tế và hội nhập quốc tế. Bên cạnh thị trường nhà đất dân dụng, thị trường đất công nghiệp cũng nóng dần lên với gần 60% FDI của năm 2008 tập trung vào đây.

Dù kinh tế toàn cầu xuất hiện những dấu hiệu suy yếu trong cơn bão tài chính 2008, thị trường bất động sản Việt Nam vẫn tiếp tục thu hút

các nhà đầu tư và duy trì được mức tăng trưởng. Đầu tư nước ngoài tăng mạnh không cản trở các tên tuổi trong nước tiến hành các kế hoạch đầu tư của mình. Lăn lượi FPT, Viglacera, Lilama, Hapro... tiến sang trận địa bất động sản. Thế mạnh của các doanh nghiệp này không chỉ là quyền sở hữu những khu đất “vàng” - vị trí đắc địa, mà còn là tên tuổi, uy tín, kinh nghiệm, mạng lưới quan hệ, am hiểu phong cách làm việc và văn hóa tiêu dùng của người Việt Nam.

Việt Nam có lợi thế là một trong những thị trường bất động sản có mức xuất phát thấp. Tiềm năng tăng trưởng dài hạn này tạo sức hấp dẫn lớn. Trong bối cảnh thị trường bất động sản toàn cầu rơi vào vòng xoáy khủng hoảng kể từ cuối 2007, các nhà đầu tư bất động sản quốc tế quan tâm nhiều hơn tới nền kinh tế năng động của chúng ta.

Ngày 26/9/2008, một mẫu tin đăng khiêm tốn trên báo *Lao động điện tử* cho hay, tập đoàn bất động sản số 1 Hoa Kỳ, đồng thời là số 1 thế giới - đã hợp báo ra mắt tại thị trường bất động sản Việt Nam. Coldwell Banker thành lập năm 1906, tức đã có lịch sử kinh doanh trên 100 năm. Định chế này có 3.600 văn phòng và hơn 100.000 nhân sự bán hàng chuyên nghiệp tại 47 quốc gia và vùng lãnh thổ. Doanh thu năm 2007 của Coldwell Banker là 265 tỷ USD. Câu hỏi đặt ra là, *quả bong bóng bất động sản đã đủ lớn để các cá mập tài chính quốc tế quan tâm?* Nếu quả vậy, trong ít năm nữa, sẽ có nhiều biến cố trên thị trường bất động sản Việt Nam.

Thị trường bất động sản Việt Nam tiềm ẩn nhiều lý do dễ dễ hình thành bong bóng. Trước tiên phải kể đến tâm lý chung của người dân Á Đông là mong muốn sở hữu nhà, đất ngay khi bắt đầu có tích lũy tài sản. Bất động sản có đặc tính vừa là tài sản cất trữ của cải, vừa là khoản đầu tư chắc chắn sinh lời trong dài hạn. Bởi vậy, thường khi có kỳ vọng lạc quan vào tương lai, người dân sẽ bỏ tiền vào bất động sản với hai nguồn huy động: tự tiết kiệm và vay nợ. Mức độ rủi ro với các khoản đầu tư bất động sản tùy thuộc rất nhiều vào tỷ lệ nguồn vốn tự có và đi vay.

Mặc dù nhiều chương trình tín dụng bất động sản được chào bán đã đẩy tỷ lệ cho vay bất động sản trên tổng giá trị các khoản cho vay của nhiều ngân hàng thương mại, có thời điểm trong năm 2008, lên tới 30-40%. Mức này vượt trên con số cảnh báo 30% của Ngân hàng Nhà

nước. Nhưng trái ngược với hiệu ứng tiêu cực mà các khoản cho vay đầu tư chứng khoán gây ra với hệ thống ngân hàng (khi các chỉ số chứng khoán Việt Nam liên tục sụt giảm vài chục phần trăm), hoàn cảnh kinh tế khó khăn có tạo ra làn sóng giảm giá mạnh bất động sản nhưng đi kèm với đó tính thanh khoản cũng hạ xuống rất thấp.

Trong bối cảnh kinh tế bất lợi, ngày càng có nhiều người mua tăng kỳ vọng giá trị bất động sản sẽ suy giảm trong tương lai gần. Trong khi đó, những người bán sử dụng nguồn tiền tích lũy để đầu tư vào bất động sản sẵn sàng chuyển mục tiêu từ đầu tư ngắn hạn sang tiêu dùng và đầu tư dài hạn. Kết quả là không có giao dịch bất động sản diễn ra. Và vì thế, mức giá “tham chiếu” vẫn duy trì ở mức cao của giao dịch gần nhất trước đó. Hiện tượng này gọi là “đóng băng ở giá cao”.

Ngay trong những người thuộc nhóm phải bán bất động sản (chủ yếu do áp lực tài chính và đáo hạn tín dụng) cũng xuất hiện nỗ lực cơ cấu lại danh mục đầu tư, giảm bớt những tài sản rủi ro cao như chứng khoán, vàng, hay ngoại tệ và để có thể giữ lại bất động sản - khoản đầu tư chắc chắn có giá trị sử dụng. Với cơ chế này, quả bong bóng bất động sản của Việt Nam liên tục được thổi cho to hơn, và chưa xuất hiện dấu hiệu kích nổ.

Chương 10

Thị trường chứng khoán

Chương 9 đã trình bày 4 loại tài sản quan trọng và quen thuộc với đông đảo dân cư: tiền đồng Việt Nam, vàng, đôla Mỹ và bất động sản. Kể từ năm 2000, nền kinh tế Việt Nam chính thức có thêm một thị trường mới: thị trường chứng khoán - nơi giao dịch các tài sản tài chính, chủ yếu là cổ phiếu và trái phiếu.

Thị trường chứng khoán đầu tiên của Việt Nam được khai trương vào ngày 20/7/2000 tại thành phố Hồ Chí Minh. Trung tâm Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh là thị trường thứ cấp, có nhiệm vụ chính là tạo tính thanh khoản cho các tài sản tài chính của các công ty niêm yết - một cấu phần quan trọng trong hệ thống kinh tế đất nước.

Công chúng ngày càng dành nhiều quan tâm hơn cho thị trường chứng khoán cũng như các biến động giá cả hàng hóa của thị trường này. Biến động của các chỉ số chứng khoán ngày một rõ rệt và mạnh mẽ hơn, tác động tới tâm lý và cả hành vi của cộng đồng các nhà đầu tư tài chính ở Việt Nam đang ngày càng phát triển.

Chương này trình bày cặn kẽ quá trình hình thành và vận động phát triển của thị trường chứng khoán ở Việt Nam.

10.1 Toàn cảnh thị trường chứng khoán Việt Nam

Trong hệ thống tài chính, thị trường chứng khoán là nhân tố quan trọng bậc nhất phản ánh các quyết định đầu tư của doanh nghiệp. Ngược lại, các chính sách và mô hình kinh tế vĩ mô không đặt nặng vai trò quyết định đầu tư của thị trường này mà chú ý tới khả năng phản ánh trạng thái của chu kỳ kinh doanh thông qua các chỉ số chứng khoán (Fischer và Merton: 1984, [37]). Với Việt Nam, kể từ sau ngày 20/7/2000, một kênh huy động vốn mới xuất hiện và ảnh hưởng ngày một lớn hơn trong đời sống kinh tế - thị trường chứng khoán.

10.1.1 Ra đời và phát triển

Phát triển của thị trường chứng khoán được xem như động lực thúc đẩy tăng trưởng của cả hệ thống tài chính và toàn bộ nền kinh tế (Caporale *et.al.*: 2004, [17]). Thị trường chứng khoán hoạt động tốt góp phần khuyến khích tiết kiệm và phân bổ nguồn vốn hợp lý cho các dự án đầu tư có hiệu suất cao, từ đó, nâng cao tốc độ tăng trưởng kinh tế. Thông qua giao dịch trên thị trường chứng khoán, nhà đầu tư có phương tiện chia sẻ rủi ro thanh khoản khi bỏ vốn vào các dự án. Khi gặp phải vấn đề khả năng thanh khoản, một nhà đầu tư có thể bán cổ phiếu đang nắm giữ cho nhà đầu tư khác có trạng thái tài chính khỏe mạnh. Nhờ vậy, dòng vốn đầu tư không rời khỏi dự án/doanh nghiệp để đáp ứng các nhu cầu tài chính cá nhân.

Phân phối nguồn lực tài chính qua thị trường chứng khoán có tác động trực tiếp tới tổng thể hệ thống kinh tế. Tài trợ dự án qua con đường vay nợ gặp nhiều khó khăn tại các quốc gia đang phát triển. Những khoản vay từ ngân hàng thương mại chỉ dành cho một nhóm doanh nghiệp và cá nhân thỏa mãn tập hợp điều kiện nhất định. Bởi vậy, có quan điểm cho rằng cần đặt ưu tiên phát triển thị trường chứng khoán lên trên nỗ lực tự do hóa hệ thống ngân hàng trong giai đoạn đầu của quá trình chuyển sang kinh tế thị trường (McKinnon: 1989, [86]), nhất là trong tình huống hệ thống ngân hàng đang gặp phải vấn đề nợ xấu.

Khảo sát tại 5 quốc gia đang phát triển của Arestis, Demetriades và

Luintel (2001: [2]) về mối quan hệ giữa mức độ phát triển của thị trường chứng khoán và tăng trưởng kinh tế trong điều kiện kiểm soát tác động của hệ thống ngân hàng và biến động của thị trường chứng khoán dẫn đến kết luận rằng: hoạt động hiệu quả của thị trường chứng khoán góp phần thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, nhưng ở mức độ thấp hơn so với hệ thống ngân hàng. Từ góc độ tăng trưởng tiền tệ, thị trường chứng khoán phát triển cung cấp phương tiện để triển khai hiệu quả chính sách tiền tệ thông qua phát hành và mua bán các loại chứng khoán của chính phủ, tạo tính thanh khoản cao cho thị trường.

Nền kinh tế tài chính của Việt Nam đã chuẩn bị cho sự ra đời thị trường chứng khoán trong một thời gian dài. Trong vòng hơn 7 năm, Chính phủ đã đưa việc thành lập thị trường chứng khoán vào chương trình nghị sự hàng năm. Mặc dù vậy, quá trình chuẩn bị thực sự chỉ bắt đầu từ khi thành lập cơ quan chuyên biệt - Ủy ban Chứng khoán Nhà nước được thành lập năm 1996 theo Nghị định số 75/CP. Ủy ban Chứng khoán Nhà nước là cơ quan thuộc Chính phủ (cho tới năm 2004), đứng đầu là ông Lê Văn Châu, cựu Phó Thống đốc Ngân hàng Nhà nước.

Những bước tiến tiếp theo là Quyết định số 127/1998/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ và Nghị định số 48/1998/NĐ-CP, đều được thông qua ngày 11/7/1998, điều chỉnh việc thành lập các Trung tâm Giao dịch Chứng khoán, các quy định về chứng khoán và thị trường chứng khoán. Ủy ban Chứng khoán Nhà nước đẩy nhanh quá trình chuẩn bị bằng việc đào tạo và xây dựng khung quy định đối với sự tồn tại và hoạt động của thị trường chứng khoán Việt Nam. Việc chuẩn bị tập trung vào thành lập sàn giao dịch chứng khoán đầu tiên đặt tại trung tâm kinh tế của đất nước – thành phố Hồ Chí Minh, ban đầu được gọi tên Trung tâm Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HSTC). Năm 2007, Trung tâm được nâng cấp thành Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE). Nhiệm vụ tiếp theo là thành lập một trung tâm khác tại Hà Nội, kế hoạch đặt ra là vào quý III/2001. Còn trên thực tế, vào năm 2005, Trung tâm này mới bắt đầu hoạt động. Từ năm 2004, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước được chuyển về dưới sự quản lý của Bộ Tài chính Việt Nam.

Thị trường chứng khoán tại thành phố Hồ Chí Minh suốt 4 năm hoạt động đầu tiên vẫn trong tình trạng sơ khai và vận hành trên cơ sở

thí điểm. Trong thời kỳ này, Chính phủ, cơ quan có thẩm quyền địa phương và Ủy ban Chứng khoán Nhà nước áp dụng nhiều quy định và biện pháp kiểm soát chặt chẽ nhằm đảm bảo vận hành ổn định. Đây là giai đoạn Chính phủ ưu tiên sự an toàn của những nhà đầu tư triển vọng, chưa nhấn mạnh ưu tiên về tốc độ tăng trưởng, hiệu quả, tính thanh khoản, và những vấn đề được coi là quan trọng khác của một thị trường chứng khoán hình mẫu.

Phiên giao dịch đầu tiên vào ngày 28/7/2000 của HSTC đã đánh dấu một sự kiện quan trọng trong đời sống kinh tế - xã hội của đất nước.

Sự ra đời của Trung tâm Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh có ý nghĩa rất lớn trong việc tạo ra một kênh huy động và luân chuyển vốn mới phục vụ công cuộc công nghiệp hoá, hiện đại hoá đất nước, là sản phẩm của quá trình chuyển đổi cơ cấu nền kinh tế vận hành theo cơ chế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa. Là đơn vị sự nghiệp có thu, có tư cách pháp nhân, có trụ sở, con dấu và tài khoản riêng, kinh phí hoạt động do ngân sách nhà nước cấp, Trung tâm được Chính phủ giao một số chức năng, nhiệm vụ và quyền hạn quản lý điều hành hệ thống giao dịch chứng khoán tập trung tại Việt Nam. Đó là: tổ chức, quản lý, điều hành việc mua bán chứng khoán; quản lý điều hành hệ thống giao dịch; thực hiện hoạt động quản lý niêm yết, công bố thông tin, giám sát giao dịch, hoạt động đăng ký, lưu ký và thanh toán bù trừ chứng khoán và một số hoạt động khác. Để thực hiện tốt các chức năng được giao, Trung tâm có cơ cấu tổ chức chặt chẽ, bao gồm: một Giám đốc và hai Phó Giám đốc, trong đó có một Phó Giám đốc thường trực và 9 phòng, ban (Phòng Quản lý niêm yết, Phòng Quản lý thành viên, Phòng Giám sát giao dịch, Phòng Đăng ký - Lưu ký - Thanh toán bù trừ, Phòng Công nghệ thông tin, Phòng Thông tin Thị trường, Phòng Hành chính Tổng hợp, Phòng Kế toán và Ban quản lý Dự án).

Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh có tiền thân là Trung tâm Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh, được chuyển đổi theo Quyết định số 559/QĐ-TTg ngày 11/05/2007 của Thủ tướng Chính phủ.

Ngày 7/1/2008, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước đã cấp Giấy chứng nhận đăng ký hoạt động công ty trách nhiệm hữu hạn một thành viên cho Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE).

Công ty trách nhiệm hữu hạn một thành viên này có địa chỉ trụ sở chính tại 45-47 Bến Chương Dương, phường Thái Bình, quận 1, thành phố Hồ Chí Minh. Công ty có vốn điều lệ 1.000 tỷ đồng (bao gồm vốn ngân sách nhà nước cấp do Trung tâm Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh chuyển giao và vốn bổ sung của Nhà nước trong quá trình hoạt động), ngoài ra còn có nguồn vốn tự bổ sung từ lợi nhuận sau thuế và các nguồn vốn hợp pháp khác. Công ty này hoạt động theo Luật Chứng khoán, Luật Doanh nghiệp, Điều lệ của Sở Giao dịch chứng khoán và các quy định khác của pháp luật có liên quan.

Chức năng hoạt động của Công ty bao gồm: tổ chức thị trường giao dịch cho chứng khoán của các tổ chức phát hành đủ điều kiện niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán theo quy định của pháp luật, giám sát các hoạt động giao dịch chứng khoán niêm yết tại đây.

Qua thời kỳ 4 năm ban đầu của Trung tâm Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh, chúng tôi đã tiến hành một số nghiên cứu trong khuôn khổ một thị trường có những điều chỉnh, giới hạn và quy tắc bắt buộc. Nỗ lực này đem lại một số bằng chứng thực nghiệm được mô tả sơ lược dưới đây.

Thứ nhất, xuất hiện những bằng chứng về tính bất thường của các dãy lợi suất ngày của nhiều cổ phiếu niêm yết trên Trung tâm Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh, thông qua các nhóm dữ liệu cụm xung quanh những điểm chạm trần và sàn của giá giao dịch hợp lệ. Những điểm chạm giới hạn này nhiều tới mức có thể sắp thành các dãy liên tiếp. Trong nhiều thời kỳ biến động mạnh, chúng là những dãy rất dài.

Thứ hai, hiệu ứng *bầy đàn* hoạt động mạnh qua kiểm định mức lợi suất ngày của danh mục thị trường, và nhóm nhiều cổ phiếu dẫn dắt thị trường. Hiệu ứng này xuất hiện cả khi giá giảm lẫn tăng, nhưng theo mức độ khác nhau.

Thứ ba, thống kê thực nghiệm không ủng hộ tính hiệu quả thông tin dạng yếu của toàn bộ thị trường, thông qua các ước lượng tham số và phi tham số. Các hệ số tự hồi quy biến trễ bậc 1 có ý nghĩa thống kê rõ rệt. Qua quan sát thống kê cũng nhận thấy, mức hiệu quả của thị trường dao động trong từng giai đoạn.

Thứ tư, nhận dạng quá trình ngẫu nhiên ARMA-GARCH được chứng

minh phù hợp để loại trừ hiện tượng tự tương quan và xử lý những rắc rối thống kê của chuỗi thời gian các phần tử sai số hồi quy OLS, đặc biệt trong các giai đoạn thị trường ổn định.

Thứ năm, bằng việc sử dụng các biến điều khiển là thông tin và chính sách, có thể nhận thấy tác động của các quyết định chính sách về kỹ thuật giao dịch và những giới hạn của tự do mua bán làm hành vi của rủi ro dịch chuyển đáng kể và hầu như ngay lập tức.

Cuối cùng, thời kỳ này cũng cho thấy thị trường chứng khoán Việt Nam khi đó hầu như không có kết nối nào có thể quan sát với các biến động đáng chú ý của thị trường chứng khoán thế giới nói chung. Tuy nhiên, tình hình được dự báo sẽ thay đổi theo quy mô thị trường và mức độ xã hội hóa tăng lên theo thời gian.

Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HaSTC) sinh cùng ngày với HOSE theo Quyết định số 127/1998/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ (ngày 11/7/1998) nhưng tới 7 năm sau, ngày 8/3/2005, HaSTC mới chính thức đi vào hoạt động. Ra đời chậm hơn người anh em tại thành phố Hồ Chí Minh, theo *Chiến lược phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam đến năm 2010*, HaSTC được định hướng trở thành thị trường giao dịch phi tập trung (OTC) đơn giản, gọn nhẹ. Lộ trình phát triển của HaSTC được chia thành hai giai đoạn.

Giai đoạn từ 2005 đến 2007, Trung tâm thực hiện đấu giá cổ phiếu doanh nghiệp nhà nước cổ phần hoá và đấu thầu trái phiếu chính phủ đồng thời tổ chức giao dịch chứng khoán chưa niêm yết theo cơ chế đăng ký giao dịch.

Giai đoạn sau 2007, Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội phát triển thành thị trường phi tập trung phù hợp với quy mô phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam.

Tính tới ngày 24/10/2008 có 154 mã cổ phiếu và 506 loại trái phiếu được niêm yết và giao dịch tại HaSTC. Khối lượng niêm yết đạt trên 1,89 tỷ cổ phiếu và 1,54 tỷ trái phiếu. Trong ba năm hoạt động đầu tiên (2005-2007), HaSTC đã thực hiện thành công 128 đợt đấu giá cổ phần và 70 đợt đấu thầu trái phiếu. Năm mã cổ phiếu có khối lượng niêm yết dẫn đầu tại HaSTC trong năm 2008¹ được liệt kê trong bảng 10.1.

Theo Quyết định số 01/2009/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ, Sở

¹Khối lượng niêm yết tính tới tháng 11/2008

Giao dịch Chứng khoán Hà Nội được thành lập trên cơ sở chuyển đổi, tổ chức lại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội. Quyết định này chuyển Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội từ một đơn vị sự nghiệp có thu sang hoạt động theo mô hình công ty trách nhiệm hữu hạn một thành viên, thuộc sở hữu nhà nước, có vốn điều lệ 1.000 tỷ đồng. Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội có tên quốc tế là Hanoi Stock Exchange (HNX). Nhiệm vụ của HNX là tổ chức thị trường giao dịch chứng khoán cho chứng khoán của tổ chức phát hành đủ điều kiện niêm yết tại Điều 9, Nghị định số 14/2007/NĐ-CP. HNX kế thừa mọi quyền và nghĩa vụ của Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội và thực hiện các quyền, nghĩa vụ quy định tại Luật Chứng khoán và Luật Doanh nghiệp.

Bảng 10.1: 5 cổ phiếu có khối lượng niêm yết lớn nhất HaSTC năm 2008

Mã chứng khoán	Công ty	Số CP niêm yết
ACB	Ngân hàng Á Châu	57.230.104.704
KBC	Phát triển Đô thị Kinh Bắc	21.807.163.000
PVS	Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí	20.000.000.000
BCC	Xi măng Bỉm Sơn	19.141.994.996
BTS	Xi măng Bút Sơn	18.780.530.700

10.1.2 Điều kiện niêm yết, công ty niêm yết, nhà đầu tư

Giống như mọi thị trường chứng khoán, HOSE đặt ra nhiều tiêu chuẩn niêm yết, với mục đích trên hết nhằm: (i) Đảm bảo tính pháp lý, hợp lệ, an toàn tương đối và hiệu quả thông tin; (ii) Buộc các công ty niêm yết nhận thức rõ trách nhiệm và quyền lợi khi tham gia thị trường; và (iii) Hạn chế bớt rủi ro không đáng có do nhận thức lệch lạc hoặc thiếu quy chuẩn.

Điều này đặc biệt có ý nghĩa trong bối cảnh rất ít người tham gia thị trường chứng khoán thực sự nắm vững quy tắc và kỹ thuật sử dụng các số liệu tài chính, dù ở dạng đơn sơ nhất. Thậm chí ngay chính các lãnh đạo doanh nghiệp cũng từng rơi vào tình trạng này.

Điều kiện niêm yết

Điều kiện niêm yết chứng khoán tại Sở Giao dịch Chứng khoán và Trung tâm Giao dịch Chứng khoán được quy định tại Điều 8, Mục 1, Chương 3, Nghị định số 14/2007/NĐ-CP ban hành ngày 19/01/2007 về “Quy định chi tiết một số điều của Luật Chứng khoán”. Về điều kiện pháp lý, công ty niêm yết phải là công ty cổ phần, theo tinh thần của Luật Doanh nghiệp Việt Nam. Các điều kiện niêm yết cơ bản khác được tóm tắt trong bảng 10.2.

Bảng 10.2: Điều kiện niêm yết chứng khoán lần đầu		
	Sở GDCK	Trung tâm GDCK
Vốn điều lệ	80 tỷ đồng	10 tỷ đồng
Số năm có lãi	2 năm liên trước	1 năm liên trước
Lỗ lũy kế	Không có	Không quy định
Nợ quá hạn	Không có	Không quy định
Số người sở hữu tối thiểu	100	100

Bảng 10.2 cho thấy các điều kiện niêm yết lần đầu tại HOSE nghiêm ngặt hơn so với HaSTC. Điều này càng củng cố tâm lý của các nhà đầu tư rằng “hàng hóa” tại thành phố Hồ Chí Minh có chất lượng cao hơn Hà Nội. Thiên kiến này vốn đã hình thành ngay từ khi Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội ra đời năm 2005. Ngay tại thời điểm đó, HaSTC đã được định hướng phát triển thành thị trường phi tập trung và giao dịch chứng khoán của công ty có quy mô vốn điều lệ (5 tỷ đồng) nhỏ hơn so với công ty niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh (10 tỷ đồng). Mặc dù các giao dịch thực hiện tại HaSTC đều chịu sự giám sát chặt chẽ, cụm từ “phi tập trung” vẫn gây ấn tượng về sự tự phát và cảm giác thiếu an toàn. Tuy vậy, những điều này rất thiếu căn cứ.

Trên thực tế, mức vốn điều lệ 10 tỷ đồng ngày càng trở nên nhỏ tương đối so với mặt bằng quy mô doanh nghiệp. Vào thời điểm năm 2007-2008, mức vốn điều lệ 80 tỷ đồng đã là phổ biến. Thế nhưng, vào giai đoạn 2000-2004, không nhiều công ty ở Việt Nam đạt mức tối thiểu này về vốn điều lệ, dẫn tới lo ngại rằng mức tối thiểu cao hơn sẽ hạn chế việc xã hội hóa thị trường chứng khoán Việt Nam.

Cấu trúc sở hữu doanh nghiệp là mối quan tâm lớn. Những thay đổi cấu trúc quan trọng phải được báo cáo cho cơ quan chức năng và

công bố. Từ năm 2000 mức sở hữu góp của các cá nhân và cổ đông tổ chức nước ngoài trong một công ty niêm yết được quy định không vượt quá 30%. Quyết định số 238/2005/QĐ-TTg ban hành ngày 29/9/2005 đã nâng mức này lên 49%. Tuy nhiên, đến hết năm 2008, mức 30% này vẫn còn giá trị với một số loại hình doanh nghiệp như ngân hàng.

Thực hành kế toán - kiểm toán và công bố thông tin cũng là tiêu chí quan trọng mà các công ty niêm yết phải đảm bảo. Công ty niêm yết về cơ bản phải chấp hành Tiêu chuẩn Kế toán Việt Nam và được kiểm toán bởi một đơn vị kiểm toán được Ủy ban Chứng khoán Nhà nước phê chuẩn chức năng cung cấp dịch vụ. Công ty niêm yết được yêu cầu thực hiện nghĩa vụ công bố thông tin rộng rãi tới công chúng qua các phương tiện và hình thức đã quy định: cáo bạch, báo cáo tài chính, công bố đột xuất, thông báo định kỳ, v.v. trên các phương tiện thông tin đại chúng rộng rãi.

Cuối cùng, các quyết định thuộc phạm vi doanh nghiệp được yêu cầu cụ thể, từng loại quyết định bắt buộc phải có sự phê chuẩn của cổ đông, qua đại hội thường niên, bất thường hay lấy ý kiến bằng văn bản.

Công ty niêm yết

Các công ty niêm yết là nguồn cung cổ phiếu cho thị trường tiến hành giao dịch thứ cấp. Ở thị trường chứng khoán Việt Nam thời kỳ đầu, nguồn cung cổ phiếu là một bài toán không dễ giải quyết, vì không nhiều công ty có đủ điều kiện và sẵn sàng niêm yết. Trung tâm Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh khởi đầu vào ngày 28/7/2000 với chỉ duy nhất 2 công ty là Công ty cổ phần Cơ Điện Lạnh (REE) và Công ty cổ phần Cấp và Vật liệu Viễn thông (SAM). Ngay sau đó cũng chỉ có hai đơn vị là Công ty cổ phần Giấy Hải Phòng (HAP) và Công ty cổ phần Dịch vụ Vận tải Xuất nhập khẩu Sài Gòn (Transimex; TMS) tham gia niêm yết và bắt đầu đi vào giao dịch ngày 4/8/2000.

Cho tới tận cuối tháng 12/2001, mới có thêm một số lượng nhỏ các công ty niêm yết bổ sung hàng hóa cho thị trường là Chế biến Lương thực Long An (Lafooco - LAF, 15/12/2000), Khách sạn Sài Gòn (SGH, 16/7/2001), Đồ hộp Hạ Long (Canfoco - CAN, 22/10/2001), Nhựa Đà Nẵng (Danaplast - DPC, 28/11/2001), Bánh kẹo Biên Hòa (Bibica - BBC, 19/12/2001), Thực phẩm và Nước giải khát Sài Gòn (Tribeco - TRI, 28/12/2001).

Tới hết tháng 4/2004 (phiên giao dịch 778), thị trường chứng khoán mới có 24 công ty niêm yết, với tổng mức vốn hóa theo thị giá là 4.224 tỷ đồng, tương đương 270 triệu USD. Nghĩa là, thị trường chứng khoán chỉ có mức vốn hóa xấp xỉ 0,87% giá trị GDP Việt Nam vào năm 2004; và khoảng 2,98% mức vốn điều lệ của toàn bộ khu vực kinh tế ngoài quốc doanh của Việt Nam.

Đi vào hoạt động từ tháng 3/2005, trong năm đầu tiên có 9 doanh nghiệp niêm yết cổ phiếu tại HaSTC. Kể từ sau năm này, thị trường chứng khoán Việt Nam chuyển sang một giai đoạn tăng trưởng nhanh chóng về quy mô. Trong 12 tháng của năm 2006, có tới trên 100 công ty tham gia đăng ký niêm yết tại thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội. Mặc dù tiêu chuẩn niêm yết tại HaSTC thấp hơn nhưng do tâm lý thị trường mới được tổ chức, thiếu hấp dẫn nên trong năm 2006 chỉ có thêm 32 doanh nghiệp niêm yết tại đây. Trong khi đó, HOSE đón nhận thêm 75 mã cổ phiếu mới chào sàn.

Bảng 10.3: Số doanh nghiệp niêm yết

	HOSE	HaSTC	TTCKVN
2008	175	169	344
2007	141	112	252
2006	108	87	146
2005	33	9	39
2004	24	-	24
2003	21	-	21
2002	20	-	20
2001	10	-	10
2000	5	-	5

Năm 2007 mới thực sự là quãng thời gian mở rộng mạnh mẽ của HaSTC với 73 doanh nghiệp đăng ký niêm yết. Đây cũng là quãng thời gian thị trường chứng khoán Việt Nam tăng trưởng mạnh mẽ với chỉ số VN-Index liên tục vượt qua các mức cao kỷ lục. Sức hấp dẫn của thị trường chứng khoán với các doanh nghiệp vẫn tiếp tục được duy trì tới tận năm 2008, dù điều kiện thị trường và kinh tế đã có nhiều biến chuyển theo hướng nhiều khó khăn hơn. Tính đến hết năm 2008, thị trường chứng khoán Việt Nam có 344 công ty niêm yết chính thức tại

hai thị trường thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội. Phân bổ quy mô cân bằng giữa hai đầu đất nước, lần lượt là 175 và 169 công ty tại HOSE và HaSTC. Tăng trưởng số lượng doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam được thống kê trong bảng 10.3.

Nhà đầu tư

Theo báo cáo của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước vào tháng 6/2003, có 15.068 tài khoản giao dịch chứng khoán. Đây là mức tăng khiêm tốn so với mức ban đầu 1.471 tài khoản khi thị trường chứng khoán bắt đầu hoạt động năm 2000. Thời kỳ này, ước chừng cũng chỉ có khoảng 2.000 tài khoản thực sự có hoạt động mua bán chứng khoán, nghĩa là chỉ chiếm khoảng 14%.

Tới cuối năm 2007, theo thống kê của HOSE, số lượng nhà đầu tư tham gia giao dịch chứng khoán ở Việt Nam đã vượt 350.000, trong đó có trên 8.000 nhà đầu tư nước ngoài. Một con số thực sự ấn tượng! Lực lượng này đông đảo gấp hơn 20 lần số một vạn rưỡi của bốn năm trước. Nếu so với năm 2006, tăng trưởng tài khoản giao dịch chứng khoán đạt tốc độ trên 300% (số tài khoản chứng khoán năm 2006 là 106.000).

Số tài khoản giao dịch sẽ còn tiếp tục tăng lên, nhất là khi quy định mỗi người chỉ được mở một tài khoản giao dịch tại một công ty chứng khoán được dỡ bỏ. Mức tăng này còn có thể là tác động trực tiếp của việc 98 công ty chứng khoán đang hoạt động vào tháng 10/2008, và liên tục tìm kiếm khách hàng mở tài khoản mới, tạo nguồn thu trong tương lai. Tuy vậy, có nhiều khách hàng mở tài khoản không hẳn đã phản ánh năng lực cạnh tranh tốt. Nếu tỷ lệ tài khoản không hoạt động cao thì các công ty chứng khoán sẽ phải chịu thiệt thòi với chi phí marketing, chăm sóc và bảo dưỡng hệ thống.

10.1.3 Kỹ thuật giao dịch

Trong phần dưới đây, các kỹ thuật giao dịch căn bản được sử dụng trên thị trường chứng khoán Việt Nam được trình bày tóm tắt. Một số kỹ thuật từng sử dụng cũng được ghi lại.

Cơ chế giao dịch

Về thời gian giao dịch. Giai đoạn 28/7/2000 tới 27/2/2002, thị trường chứng khoán Việt Nam chỉ mở 3 phiên giao dịch mỗi tuần, vào thứ Hai,

thứ Tư và thứ Sáu. Giờ giao dịch từ 9h00 tới 10h00 sáng. Từ 1/3/2002, HSTC giao dịch đủ 5 ngày làm việc trong tuần. Một số quy cách giao dịch mới cũng được bổ sung.

Giờ giao dịch kéo dài tới 10h30 sáng. Các lệnh được khớp định kỳ 2 lần mỗi phiên, với lần khớp đầu tiên lúc 9h25 sáng. Sau đó, hệ thống dừng để báo cáo trong khoảng 35 phút trước khi giao dịch trở lại, và khớp lần cuối lúc 10h30. Các giao dịch thỏa thuận (lô lớn) thực hiện sau 10h30 và được thực hiện trong vòng 30 phút tiếp theo.

Về lô chặn cổ phiếu. Trước ngày 20/5/2003, một lô chặn cổ phiếu trên HSTC được định nghĩa là 100 cổ phần. Sau đó, kích thước này giảm xuống còn 10, với mục tiêu chính nhằm làm tăng khả năng thanh khoản của từng mã cổ phiếu, do đó cải thiện thanh khoản chung cả thị trường. Việc giảm kích thước lô chặn cũng có tác dụng phụ làm tăng mức xã hội hóa của thị trường chứng khoán Việt Nam, dẫn tới giảm cản trở về mức tiền phải có ban đầu để có thể tham gia mua bán chứng khoán của các nhà đầu tư nhỏ.

Giao dịch thông thường ám chỉ những hình thức mua bán được sử dụng phổ biến nhất trong một phiên, so với việc giao dịch lô lớn vào cuối phiên. Hệ thống của HSTC thực chất ban đầu là đấu giá khớp lệnh định kỳ qua hệ thống máy tính, dựa trên các quy tắc ưu tiên: (a) Giá tốt nhất; (b) Khối lượng lệnh hợp lệ lớn nhất; (c) Thời gian sớm; và (d) Cá nhân trước tổ chức.

Với giao dịch thông thường, một lệnh giao dịch không được vượt quá 9.990 cổ phần.

Giao dịch thỏa thuận là cách giao dịch thường được thực hiện cho các lô cổ phiếu có số cổ phần từ 10.000 trở lên. Trên thực tế, đây cũng là cách các nhà buôn cổ phiếu sử dụng để tìm kiếm các mức giá cân bằng khác so với giao dịch thông thường. Vì thế, kết cục trong thời kỳ có nhiều giao dịch thỏa thuận là hình thành nhiều mức giá khác nhau, cho các lô lớn được thỏa thuận ở các thời điểm khác nhau, ngay trong cùng một phiên.

Lựa chọn bán/mua trong một phiên cũng là một vấn đề kỹ thuật gây tranh cãi. Ban đầu, việc vừa mua vừa bán trên cùng một mã cổ phiếu, trong cùng một phiên, được thực hiện bình thường. Nhưng tới cuối năm 2000, hành vi này bị cấm với lập luận có thể thúc đẩy đầu cơ và

lũng đoạn giao dịch trong thị trường quy mô nhỏ. Thực tế cho thấy lập luận này là chính xác. Những người buôn cổ phiếu lão luyện có thể sử dụng thông tin mua bán của mình để gửi tín hiệu tạo trò chơi tâm lý, khiến nhiều nhà đầu tư nhỏ, ít kinh nghiệm hơn bị thiệt trong các giao dịch. Cũng tới cuối năm 2000, một loại lệnh bổ sung bị vô hiệu hóa: Lệnh hủy. Lệnh này được thiết kế để tránh các lỗi rất con người, do vô ý nhầm lẫn. Nhưng thực tế, giống như việc vừa mua vừa bán, việc lợi dụng nó có thể nhằm mục đích gửi ra những tín hiệu, tạo ra các kỳ vọng trái chiều do quá trình tâm lý của con người, qua đó thao túng hoạt động giao dịch.

Kể từ sau ngày 20/3/2003, lệnh ATO được đưa vào sử dụng. Lệnh ATO (*At-the-Open*) cho phép nhà đầu tư không cần đặt trước mức kỳ vọng giá giao dịch khi viết lệnh. Giá đóng cửa sẽ được sử dụng để khớp lệnh, trong trường hợp còn dư cổ phiếu ở mức giá này. Lệnh này có mức ưu tiên thấp hơn các lệnh thông thường khác.

Điều chỉnh giá vào ngày không hưởng cổ tức là một phần của kỹ thuật giao dịch. Ngày không hưởng cổ tức phải được công bố ít nhất 4 tuần trước khi thực hiện. Vào ngày đó, giá tham chiếu được tự động trừ đi một khoản đúng bằng mức cổ tức thanh toán, và áp dụng biên độ hợp lệ trên giá tham chiếu đó.

Biên độ giao dịch

Biên độ giao dịch là công cụ kỹ thuật hạn chế dao động mạnh của giá được thiết kế từ khi HaSTC chưa bắt đầu hoạt động. Những giới hạn giá này có thể được xem như công cụ mạnh nhất của cơ quan quản lý để định hướng thị trường.

Lịch sử thay đổi biên độ dao động giá ở thị trường chứng khoán Việt Nam khá thú vị và được tóm tắt theo trình tự thời gian trong bảng 10.4.

Biên độ dao động giá tại HaSTC ban đầu được đặt bằng 10%, gấp 2 lần so với quy định tại thành phố Hồ Chí Minh. Điểm này được các nhà đầu tư ngắn hạn ưa thích. Trong cùng một khoảng thời gian, với cùng một quy mô vốn bỏ ra, lợi nhuận thu về từ khoản đầu tư tại Hà Nội có cơ hội lớn hơn nhiều so với HOSE nhờ khoảng biến động giá rộng hơn. Trong năm 2008, biên độ dao động giá tại HaSTC cũng có 4 lần điều chỉnh vào cùng thời điểm và cùng mục đích như với HOSE. Các mức biến động tương ứng lần lượt là $\pm 2\%$, $\pm 3\%$, $\pm 4\%$, và $\pm 7\%$ trong các

Bảng 10.4: Lịch sử điều chỉnh biên độ dao động giá (HOSE)

Ngày bắt đầu	Phiên GD	Biên độ	Mục đích
20/7/2000	0	(+/-) 5%	Tránh biên độ lớn
1/8/2000	2	(+/-) 2%	Tránh mức tăng nhanh do lượng cung cổ phiếu hạn chế và dấu hiệu thị trường quá nóng
13/6/2001	132	(+/-) 7%	Tín hiệu thông báo rằng thị trường và nhà đầu tư đã nhận thức đầy đủ về rủi ro. Điều chỉnh tăng quyền tự do quyết định đầu tư
10/10/2001	182	(+/-) 2%	Sau gần 4 tháng sụt giảm liên tục, điều chỉnh để chặn đà giảm giá. Trước đó, tháng 6 năm 2001, VN-Index nhanh chóng vọt lên mức 571 điểm
1/8/2002	346	(+/-) 3%	Nới khoảng dao động nhằm kích thích hoạt động mua bán sau thời gian dài trầm lắng, thanh khoản thấp
2/1/2003	454	(+/-) 5%	Không rõ lý do, có thể lý giải phản ánh cố gắng làm thay đổi tình hình thị trường, bao gồm cả thay đổi kỹ thuật giao dịch, và số lần khớp lệnh trong một phiên giao dịch
27/3/2008	1755	(+/-) 1%	Hạn chế đà sụt giảm mạnh của thị trường
7/4/2008	1762	(+/-) 2%	Mở dần biên độ, trả lại trạng thái bình thường cho thị trường
16/6/2008	1804	(+/-) 3%	nt.
18/8/2008	1849	(+/-) 5%	nt.

tháng 3, 4, 6 và 8/2008.

Nếu một lệnh giao dịch đặt giá vượt ra ngoài giới hạn biên độ, lệnh đó không hợp lệ và tất nhiên sẽ bị từ chối thực hiện. Với hệ thống đặt lệnh qua Internet vào cuối năm 2008, các lệnh này sẽ bị từ chối ngay từ khi nhà đầu tư xác nhận thông số mình đưa vào.

Các giới hạn lệnh

Trong lịch sử thị trường chứng khoán Việt Nam, đôi lúc cơ quan quản lý còn thực hành các giới hạn với lệnh giao dịch, chẳng hạn vào tháng 6/2001, nhà đầu tư không được đặt lệnh mua quá 2.000 cổ phần của một loại cổ phiếu trong một phiên. Ngay lập tức, giới hạn này đã làm đảo ngược mức cầu của thị trường, và quá trình sụt giảm mạnh đầu tiên đã xảy ra ngay 3 tháng tiếp theo, với kết cục VN-Index mất tới 60% giá trị.

Một giới hạn khác đã từng được bàn công khai là T+90. Nếu được áp dụng, giới hạn này yêu cầu người mua cổ phiếu phải nắm giữ nó ít nhất 90 ngày trước khi có thể bán đi. Ngay lập tức, thị trường đọc hiểu rằng thông số thanh khoản sẽ sụt giảm và rủi ro tăng lên (bản thân thời gian trong tài chính là yếu tố rủi ro). Dù chưa áp dụng ngày nào, nhưng tác động của thông tin này khi lọt ra đã đủ gây hoang mang dư luận và thị trường chứng khoán Việt Nam trở nên bất ổn.

Bước nhảy giá

Giá chứng khoán được niêm yết bằng nội tệ, đồng Việt Nam. Bước nhảy giá phụ thuộc vào các khoảng mà giá cổ phiếu rơi vào như trong bảng 10.5 mô tả và so sánh.

10.1.4 Công ty chứng khoán

Công ty chứng khoán là một tác nhân quan trọng của thị trường chứng khoán Việt Nam. Bảng 10.6 liệt kê 10 công ty chứng khoán có quy mô vốn điều lệ lớn nhất tính tới ngày 5/11/2008.

Theo quy định tại Chương III, Luật Chứng khoán được Quốc hội thông qua ngày 29/6/2008, công ty chứng khoán được tổ chức dưới hình thức công ty trách nhiệm hữu hạn hoặc công ty cổ phần phù hợp với Luật Doanh nghiệp. Giấy phép thành lập và hoạt động của công ty chứng khoán đồng thời là Giấy chứng nhận đăng ký kinh doanh và do

Bảng 10.5: Bước giá so sánh

HSTC		TSE		SET	
Khoảng giá (P)	Bước giá	Khoảng giá (P)	Bước giá	Khoảng giá (P)	Bước giá
$P < 20$	0,10	$P < 5$	0,01	$P < 10$	0,10
$20 \leq P < 50$	0,20	$5 \leq P < 15$	0,05	$10 \leq P < 50$	0,25
$50 \leq P < 100$	0,50	$15 \leq P < 50$	0,10	$50 \leq P < 100$	0,50
$P \geq 100$	1,00	$50 \leq P < 150$	0,50	$100 \leq P < 200$	1,00
		$150 \leq P < 1,000$	1,00	$200 \leq P < 600$	2,00
		$P > 1,000$	5,00	$600 \leq P < 1,000$	4,00
				$P > 1,000$	6,00

Ghi chú: HSTC đơn vị giá trong bảng là 1.000 VNĐ; Đài Loan (TSE): 1,0 đôla NT;
Thái Lan (SET): 1,0 baht.

Bảng 10.6: 10 công ty chứng khoán có quy mô vốn điều lệ lớn nhất

STT	Công ty	Vốn điều lệ (đồng)
1	CK Sài Gòn	1.366.666.710.000
2	CK NH Sài Gòn Thương Tín	1.100.000.000.000
3	CK ACB	1.000.000.000.000
4	CK NH NN&PTNT Việt Nam	700.000.000.000
5	CK Kim Long	503.630.000.000
6	CK NH các DN ngoài QD VN	500.000.000.000
7	TNHH 1 thành viên CK NH Đông Á	500.000.000.000
8	CK Bảo Việt	450.000.000.000
9	CK FPT	440.000.000.000
10	CK Thiên Việt	430.000.000.000

Tính đến hết ngày 5/11/2008

Ủy ban Chứng khoán Nhà nước cấp.

Công ty chứng khoán được thực hiện một, một số hoặc toàn bộ nghiệp vụ kinh doanh gồm: (a) Môi giới chứng khoán, (b) Tự doanh chứng khoán, (c) Bảo lãnh phát hành chứng khoán, và (d) Tư vấn đầu tư chứng khoán. Nghiệp vụ bảo lãnh phát hành chứng khoán chỉ được phép thực hiện khi công ty có đủ điều kiện triển khai nghiệp vụ tự doanh chứng khoán.

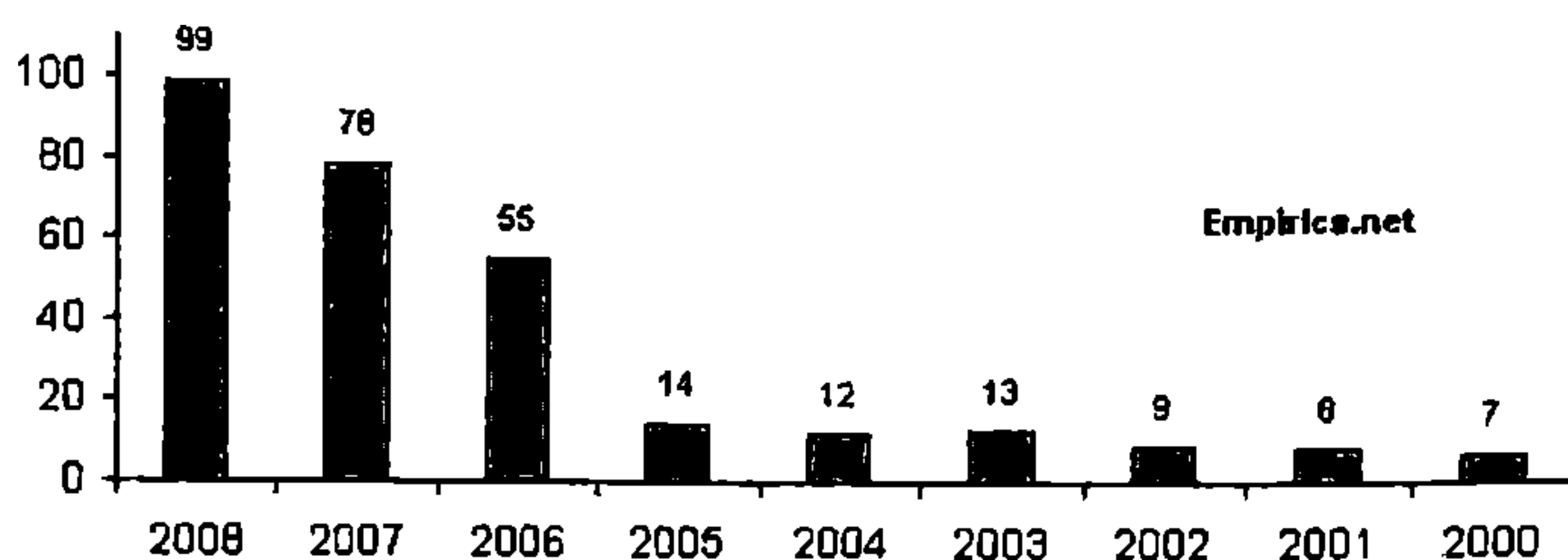
Nghị định số 14/2007/NĐ-CP do Chính phủ ban hành ngày 19/1/2007, có quy định chi tiết vốn pháp định tương ứng các nghiệp vụ kinh doanh của công ty chứng khoán tại Điều 18, Chương IV. Cụ thể như trong bảng 10.7.

Bảng 10.7: Vốn pháp định với công ty chứng khoán

Nghiệp vụ kinh doanh	Vốn pháp định (tỷ đồng)
Môi giới	25
Tự doanh	100
Bảo lãnh phát hành	165
Tư vấn đầu tư	10

Với công ty chứng khoán đăng ký nhiều nghiệp vụ kinh doanh, vốn pháp định bằng tổng số vốn pháp định tương ứng với từng nghiệp vụ xin cấp phép. Một công ty chứng khoán muốn triển khai đầy đủ cả bốn nghiệp vụ, thì phải đảm bảo vốn điều lệ tối thiểu 300 tỷ đồng. Trước thời điểm Nghị định 14 được ban hành, vốn pháp định của công ty chứng khoán thấp hơn rất nhiều, chỉ là 44 tỷ đồng. Để tránh các quy định khắt khe hơn về điều kiện cấp giấy phép, 31 công ty chứng khoán được khẩn trương thành lập trong năm 2006. Đáng chú ý là trong suốt 5 năm hoạt động đầu tiên, số lượng công ty chứng khoán hoạt động trên thị trường không vượt quá 14 (xem trong hình 10.1).

Quan sát thấy cơ hội thị trường rộng mở, nhiều công ty chứng khoán khẩn trương ra đời trong năm 2007-2008. Đến đầu tháng 11/2008, số công ty chứng khoán chính thức hoạt động trên thị trường xấp xỉ 100. Với số lượng công ty tăng nhanh trong khoảng thời gian ngắn, ngành kinh doanh chứng khoán trong giai đoạn 2007-2008 biểu hiện một số đặc trưng nổi bật.



Hình 10.1: Số công ty chứng khoán qua các năm

Sốt nhân sự

Dù được nâng cao gấp gần 8 lần nhưng thực tế cho thấy tiêu chuẩn vốn pháp định không phải là rào cản đáng kể với những nỗ lực gia nhập ngành kinh doanh chứng khoán nhiều tiềm năng. Với lượng tiền vốn đầu tư dồi dào, hạ tầng công nghệ, cơ sở vật chất thiết bị văn phòng dễ dàng được trang bị tối tân. Vấn đề khó khăn nằm ở khâu chuẩn bị nhân sự. Sau khi nhận Giấy phép thành lập từ Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, các công ty chứng khoán phải đáp ứng đủ điều kiện về nguồn nhân lực mới được phép kết nối và trở thành thành viên của Sở và Trung tâm Giao dịch Chứng khoán. Trong điều kiện nguồn cung nhân lực từ các trường đại học hữu hạn, lại cần thêm thời gian trang bị chứng chỉ hành nghề và kinh nghiệm thực tế cần thiết, lôi kéo và thu hút nhân sự từ các đối thủ trong ngành là giải pháp được nhiều lãnh đạo công ty chứng khoán coi như lựa chọn hợp lý.

Mức lương cao cùng những khoản lợi ích hấp dẫn trở thành vũ khí cạnh tranh quyết liệt giữa các công ty trong cuộc chiến giành giật “nhân tài”. Biết rằng ngân sách nhân sự đang tăng cao tới phi lý nhưng lãnh đạo các công ty chứng khoán cũng đành chấp nhận. Thậm chí, để mở rộng quy mô, việc sử dụng nhân lực không có đủ tiêu chuẩn và sẵn sàng chịu phạt hành chính trước cơ quan quản lý cũng được xem như một giải pháp tình thế.

Riêng đối với hàng ngũ quản lý cao cấp, những người trực tiếp điều hành và quyết định hiệu quả kinh doanh của công ty, do vai trò quan trọng và buộc phải tuân thủ các tiêu chuẩn nghiêm ngặt theo luật định,

đặc biệt là vị trí giám đốc/tổng giám đốc, các cổ đông sáng lập của công ty chứng khoán buộc phải tìm tới những cá nhân có thâm niên hoạt động trong ngành kinh doanh chứng khoán. Số này không nhiều do thị trường chứng khoán có thời kỳ trầm lắng kéo dài từ 2000-2005. Đây là nguyên nhân dẫn tới các tranh chấp và xung đột quyền lợi “đại diện” trở thành đề tài thu hút sự chú ý của công chúng vào thời điểm tăng trưởng nóng của thị trường chứng khoán Việt Nam. Cũng xuất hiện một vài tên tuổi trở thành “chuyên gia” chuẩn bị thành lập và đứng tên đại diện pháp nhân của công ty chứng khoán trong thời gian ngắn mới ra đời, sau khi chuyển lại cho người thực sự được các cổ đông sáng lập lựa chọn và tin cậy giao phó công ty.

Hệ lụy của vấn đề nhân sự không chỉ là hiệu quả kinh doanh thấp và năng lực cạnh tranh yếu tại các công ty chứng khoán. Sự thiếu đa dạng công nghệ kinh doanh, cách thức kiếm doanh thu và tạo ra lợi nhuận trong ngành kinh doanh chứng khoán mới đáng quan tâm. Trên thực tế, những người được giao trọng trách tổ chức hoạt động và xác định hướng kinh doanh là một nhóm nhỏ cá nhân, tương đối đồng nhất về thời gian gắn bó với thị trường chứng khoán, kinh nghiệm làm việc tại các công ty chứng khoán đời đầu, quan điểm và phương thức tiếp cận thị trường.

Công nghệ tạo doanh thu

Môi giới kinh doanh chứng khoán và tự doanh chứng khoán là hai nguồn doanh thu cơ bản của công ty chứng khoán (xem bảng 10.8). Với uy tín thương hiệu và sức mạnh tài chính, Công ty chứng khoán Bảo Việt (BVSC) và Công ty chứng khoán Sài Gòn (SSI) có thêm phần doanh thu tương đối từ nghiệp vụ bảo lãnh và đại lý phát hành.

Công chúng đầu tư đặt nhiều kỳ vọng vào năng lực tạo tính thanh khoản cho thị trường của lực lượng đông đảo công ty chứng khoán. Tuy vậy, điều này cho tới cuối năm 2008 vẫn chưa xảy ra. Ngay những công ty chứng khoán hùng mạnh nhất cũng không chứng tỏ được vai trò người tạo lập thị trường (market maker) của mình. Giá cổ phiếu SSI từng lên tới đỉnh cao ở mức 285.000 đồng/cổ phần vào ngày 29/10/2007. Đúng một năm sau, giá đóng cửa cổ phiếu SSI ngày 29/10/2008 chỉ còn ngót nghét 10% con số đó, ở mức 28.900 đồng/cổ phần. Tất cả những gì công ty chứng khoán số một Việt Nam làm được để làm chậm lại đà

Bảng 10.8: Doanh thu năm 2007 của một số công ty chứng khoán

	SSI	BVSC	Kim Long	Đại Việt
Môi giới	250	149	15	22
Tự doanh	695	143	139	83
Bảo lãnh phát hành	52	52	6,6	3,9
Tư vấn đầu tư	56	10,7	1,2	2,2
Vốn chủ sở hữu	4056	604	846	470

Nguồn: Các báo cáo thường niên 2007; Đơn vị: tỷ đồng

Doanh thu tư vấn đầu tư của SSI bao gồm cả quản lý danh mục đầu tư.

giảm giá cổ phiếu của chính mình là thực hiện một vài lệnh mua vào với khối lượng khiêm tốn để làm cổ phiếu quý của công ty. Một vài cổ đông sáng lập kỳ cựu cũng có thực hiện lệnh mua thêm cổ phiếu SSI. Trong lúc đó, những thành viên quản trị cấp cao khác thực hiện lệnh bán hoặc đem tặng một phần cổ phiếu đang nắm giữ.

Cơ cấu doanh thu dựa vào phí môi giới và lợi nhuận tự doanh chứng khoán chứa đựng nhiều rủi ro và bất ổn do lệ thuộc vào yếu tố không thể kiểm soát được là trạng thái của thị trường chứng khoán. Vào lúc thị trường thịnh vượng, quy mô giao dịch chứng khoán mỗi ngày lên tới cả ngàn tỷ đồng, nghiệp vụ môi giới đem về nguồn thu đáng kể cho các công ty chứng khoán. Thậm chí, do năng lực phục vụ hữu hạn, còn phải đặt ra các quy định hạn chế giao dịch của nhà đầu tư. Điển hình là yêu cầu khoản tiền ký quỹ 100 triệu đồng cho mỗi tài khoản giao dịch chứng khoán mở tại SSI.

Khi thị trường quay đầu, tính thanh khoản sụt giảm nặng nề quanh mức 300 đến 500 tỷ đồng mỗi ngày tại HOSE, và thậm chí còn thấp hơn, phí môi giới theo đó cũng chẳng còn bao nhiêu. Cùng lúc này, các chứng khoán trong danh mục tự doanh cũng giảm giá theo xu thế chung của thị trường. Cuối năm 2006, dự phòng giảm giá chứng khoán và đầu tư ngắn hạn của SSI là 2,6 tỷ đồng. Con số này của ngày 31/12/2007 là 60,8 tỷ đồng. Tới hết quý III/2008, khoản dự phòng giảm giá chứng khoán và đầu tư ngắn hạn của SSI tăng lên 70,2 tỷ đồng. Đáng chú ý là trên Bảng cân đối kế toán hợp nhất quý III/2008 của SSI có thêm khoản dự phòng giảm giá chứng khoán và đầu tư dài hạn 369 tỷ đồng. Khoản

mục này không có trong báo cáo tài chính các năm 2006 và 2007. Lợi nhuận sau thuế trong năm 2007 là 864 tỷ đồng nhưng năm 2008 chỉ là 252,5 tỷ đồng. Tuy vậy, đây vẫn là thành tích cực kỳ ấn tượng nếu so với mức lỗ 300 tỷ đồng chỉ trong 9 tháng đầu năm 2008 của Công ty Chứng khoán Bảo Việt (BVSC). Một bước lùi dài so với mức lợi nhuận sau thuế của BVSC trong năm 2007 là 214,6 tỷ đồng. Năm 2008, có đến 80% công ty chứng khoán báo cáo lỗ.

Rõ ràng, các công ty chứng khoán hàng đầu cũng phải chống đỡ rất khó khăn trước bão tố thị trường. Số đông công ty mới thành lập, chưa kịp tạo dựng chỗ đứng trên thị trường còn vất vả chèo chống hơn nhiều. Không có dự trữ từ lợi nhuận năm trước để lại, nguồn thu tiến dần về số không, ngân sách hoạt động trông chờ vào khoản lãi tiền gửi từ phần vốn góp cổ đông còn chưa kịp giải ngân. Tương lai của nhóm công ty này tùy thuộc vào sự phục hồi của thị trường. Đây là điều không ai biết sẽ đến vào lúc nào. Trong lúc đó, chồng hóa đơn yêu cầu thanh toán vẫn tiếp tục dày lên...

Sau 7 năm hoạt động, tổng giá trị cổ phiếu SSI tính theo giá giao dịch bình quân trên thị trường ngày 31/12/2007 đạt trên 20.000 tỷ đồng, tương đương khoảng 1,2 tỷ USD, trong “làng” chứng khoán có câu cửa miệng của các ông chủ mới: *Phấn đấu bằng SSI*.

Nhiều hay ít?

Bao nhiêu công ty chứng khoán là đủ để thị trường chứng khoán Việt Nam hoạt động hiệu quả? Câu hỏi này làm tốn vô số giấy mực và kéo theo nhiều tranh luận gay gắt.

Quan sát từ các thị trường láng giềng mang lại nhiều gợi ý. Thị trường chứng khoán Trung Quốc từng có thời điểm ghi nhận sự hiện diện của 2.000 công ty chứng khoán, sau lại giảm còn 70 công ty, và tới tháng 6/2008, số công ty chứng khoán đang hoạt động trên thị trường chứng khoán Trung Quốc là 107. Thị trường chứng khoán Đài Loan thời điểm cao nhất có 278 công ty, sau đó sụt giảm còn 48 công ty. Thị trường chứng khoán Thái Lan cũng có tới hơn 200 công ty chứng khoán, sau đó giảm xuống còn hơn 50 công ty. Xin lưu ý rằng các thị trường này đều có lịch sử hoạt động lâu hơn và quy mô lớn hơn thị trường chứng khoán Việt Nam.

Tuy vậy, đếm số công ty chứng khoán liệu có đúng là việc cần nếu

mục tiêu đặt ra là ổn định và phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam? Các điều kiện tiêu chuẩn thành lập mới công ty chứng khoán có thể điều chỉnh theo hướng khắt khe hơn nhưng như thế không có nghĩa sẽ không xuất hiện thêm công ty mới. Chứng nào các đề án thành lập công ty chứng khoán còn chứng minh được tính khả thi thương mại, các cổ đông sáng lập còn đáp ứng đủ yêu cầu về tiềm lực tài chính và khả năng tổ chức, điều hành hoạt động kinh doanh chứng khoán, cơ quan quản lý vẫn sẽ cấp các giấy phép thành lập mới. Ở đây, một lần nữa, lại bắt gặp “độ vênh” giữa chính sách vĩ mô và các hành vi giao dịch vi mô.

10.1.5 Quỹ đầu tư

Các quỹ đầu tư đầu tiên xuất hiện tại Việt Nam vào khoảng đầu những năm 1990. Trong nửa đầu những năm 1990, có tám quỹ đầu tư tiến hành hoạt động tại Việt Nam với tổng lượng vốn huy động khoảng 700 triệu USD. Những khó khăn trong nỗ lực tìm kiếm cơ hội bỏ vốn cùng tác động của khủng hoảng tài chính - tiền tệ năm 1997 đã khiến các quỹ nản lòng và lần lượt rút lui. Sau năm 1997 chỉ còn lại hai quỹ đầu tư là Vietnam Enterprise Investment Fund do công ty Dragon Capital quản lý và Vietnam Frontier Fund (VFF) thuộc tập đoàn Finasa. Bản thân VFF, với quy mô 50 triệu USD, rốt cuộc cũng ra khỏi Việt Nam sau 10 năm hoạt động. Chỉ khi thị trường chứng khoán có những dấu hiệu tăng trưởng tích cực, năm 2005, quỹ này mới trở lại với quy mô khiêm tốn hơn: 15 triệu USD.

Hình thành và nở rộ

Giai đoạn từ 2002 đến 2005, hoạt động của các quỹ đầu tư tương đối trầm lắng. Mặc dù vậy, vẫn xuất hiện thêm nhiều quỹ mới thuộc các công ty Mekong Capital, VinaCapital, IDG, VietFund hay PXP Asset Management.

Cùng với những biến đổi tích cực và mạnh mẽ của thị trường chứng khoán, từ giữa năm 2006, hệ thống tài chính Việt Nam ghi nhận giai đoạn bùng nổ các quỹ đầu tư và công ty quản lý quỹ. Trong hai năm 2006-2007, khoảng 20 quỹ đầu tư được mở mới. Ủy ban Chứng khoán Nhà nước cũng cấp giấy phép hoạt động cho 17 công ty quản lý quỹ. Trong số này, nổi bật là Công ty liên doanh Quản lý quỹ đầu tư BIDV

- Vietnam Partners với việc thành lập quỹ VIF có quy mô vốn 1.600 tỷ đồng. Một loạt công ty quản lý quỹ được thành lập vào nửa cuối năm 2007 như Công ty cổ phần Quản lý quỹ đầu tư FPT (vốn điều lệ lớn nhất thị trường: 110 tỷ đồng), Công ty trách nhiệm hữu hạn Quản lý quỹ SSI (vốn điều lệ 30 tỷ đồng), Công ty trách nhiệm hữu hạn Quản lý quỹ đầu tư chứng khoán Đông Á (vốn điều lệ 30 tỷ đồng). Cũng phải kể tới hoạt động của các công ty chứng khoán nước ngoài tại Việt Nam như Nomura International (Hongkong), Blackhorse Asset Management Pte Ltd. (Singapore) hay Mirae Asset Maps Investment Management Co., Ltd. (Hàn Quốc).

Bảng 10.9: Quỹ đầu tư thành lập giai đoạn 2002-2005

Quỹ	Công ty	Năm
Mekong Enterprise Fund	Mekong Capital	2002
PXP Vietnam Fund	PXP Vietnam Asset Management	2003
Vietnam Opportunity Fund	Vina Capital	2003
IDG Vietnam Ventures Fund	IDG Venture	2004
Vietnam Securities Investment Fund (VF1)	Viet Fund Management	2004
Indochina Land Holdings	Indochina Capital	2005
Vietnam Emerging Equity Fund	PXP Vietnam Asset Management	2005
Vietnam Equity Fund	Finansa	2005

Nguồn: Thống kê của www.empirics.net

Tín hiệu tăng trưởng khả quan của nền kinh tế Việt Nam trong những năm gần đây được cộng đồng tài chính quốc tế đánh giá cao. Những tên tuổi tài chính hàng đầu như Merrill Lynch, Goldman Sachs, J.P. Morgan Chase đều dành mối quan tâm lớn hơn cho thị trường Việt Nam với nhiều hoạt động khảo sát. Liên tiếp các báo cáo nghiên cứu thị trường của các tổ chức này có chung đánh giá cổ vũ dòng vốn đầu tư tiếp tục chảy vào Việt Nam trong nhiều năm. Trên thực tế, kết quả các đợt huy động vốn cả trong và ngoài nước đều vượt kỳ vọng ban đầu.

Thời điểm giữa năm 2006, VinaCapital khai trương quỹ đầu tư bất động sản Vinaland với dự kiến huy động 50 triệu USD nhưng đã nhận

được 65 triệu USD từ các nhà đầu tư. Thành công trong lần phát hành và niêm yết trên thị trường chứng khoán Luân Đôn của Indochina Capital Vietnam Holding Limited thể hiện tính sẵn sàng của các dòng vốn cho thị trường Việt Nam và thực sự là một bất ngờ. Trong lần phát hành này, Indochina Capital dự kiến thu hút từ 300-350 triệu USD, kết quả là quỹ này huy động được 500 triệu USD.

Số tiền 50 triệu USD còn lại trong quỹ Vietnam Opportunities Fund (VOF) cũng được VinaCapital nỗ lực giải ngân tập trung trên thị trường địa ốc và các giao dịch OTC. Quỹ đầu tư mạo hiểm DFJ - VinaCapital ra đời trong năm 2006 với tổng vốn đầu tư ban đầu 50 triệu USD. Dragon Capital ngoài VEIL (Vietnam Enterprise Investments Ltd., thành lập 1995, quy mô 190 triệu USD) và VGF (Vietnam Growth Fund Limited, thành lập năm 2004, quy mô 75 triệu USD) cũng giới thiệu thêm VDF (Vietnam Dragon Fund, thành lập năm 2005, quy mô 35 triệu USD). Mekong Capital mở rộng quy mô với 50 triệu USD cho MEFII (Mekong Enterprise Fund II). Indochina Capital góp mặt với quỹ địa ốc quy mô 42 triệu USD và quỹ chứng khoán quy mô 50 triệu USD.

Không chỉ có nguồn vốn từ bên ngoài, con số gần 20 công ty quản lý quỹ trong nước mới thành lập hứa hẹn nhiều quỹ đầu tư tiếp tục ra đời trong năm 2008. Số đông quỹ đầu tư và quy mô vốn cho thấy một thực tế: huy động vốn, trước giờ vẫn được xem như mấu chốt của các khó khăn, hóa ra không thực sự là vấn đề. (Xem chi tiết bảng 10.10). Ông Juerg Vontobel - chủ tịch và sáng lập Vietnam Holding Asset Management (VNHAM), đã từng hoạt động trong lĩnh vực ngân hàng tại Việt Nam từ năm 1992, chia sẻ: *Những nỗ lực trong hoạt động kêu gọi vốn sẽ không thấm vào đâu so với việc tìm kiếm những địa chỉ tin cậy và khả thi thương mại để đầu tư, đảm bảo cam kết lợi nhuận với các cổ đông.* GS. Junichi Mori (Đại học Kyoto) cũng đồng tình với quan điểm này: *Ở Nhật Bản hay châu Âu, cơ hội đầu tư mang lại mức lợi suất đột phá hầu như không còn, đặc biệt với khoản đầu tư từ vài chục tới trăm ngàn USD. Mức lãi suất thấp và lạm phát cũng là yếu tố thúc đẩy nhà đầu tư tại các nền kinh tế phát triển tìm kiếm cơ hội từ những nền kinh tế đang trỗi dậy như Việt Nam.*

Phẩm chất và hiệu quả vận hành

Với nguồn lực tài chính dồi dào và hình ảnh hấp dẫn, các quỹ đầu tư

tại Việt Nam (cả nội địa và quốc tế) không gặp trở ngại nào trong việc tập hợp và xây dựng đội ngũ chuyên môn sáng giá nhất trên thị trường. Cho dù vấn đề nhân lực có thể khiến các công ty chứng khoán hay ngân hàng đau đầu tìm kiếm giải pháp “tìm và giữ” trong hiện tại và nhiều năm tiếp theo, các cổ đông quỹ đầu tư cũng chẳng phải bận tâm nhiều.

Khi đã có đầy đủ nội lực, hiệu quả vận hành nằm trọn ở địa chỉ gửi gắm đồng vốn của cổ đông. Cơ bản có thể chia các quỹ đầu tư thành hai loại: quỹ đầu tư theo chỉ số chung của thị trường hướng tới các đối tượng như chứng khoán niêm yết, cổ phiếu doanh nghiệp cổ phần hóa... và quỹ đầu tư riêng lẻ theo các dự án, chuyển nhượng cổ phần riêng với chủ sở hữu hay sáng lập doanh nghiệp... Các quỹ đầu tư với sức mạnh về tiềm lực tài chính, năng lực chuyên môn trong thu thập và phân tích thông tin, dữ liệu có lợi thế với hoạt động đầu tư theo chiến lược “mô phỏng cấu trúc thị trường”.

Với hoạt động đầu tư có tính chất riêng lẻ và dự án, câu chuyện khác hơn. Thành công của các quỹ đầu tư tùy thuộc vào hai nhân tố quyết định: “know-how” và “know-who”. Biết làm (know-how) thể hiện qua năng lực kỹ thuật nghiệp vụ tài chính - đầu tư trong từng bước triển khai từ xác định dự án, nghiên cứu khả thi, xây dựng cấu trúc vốn dự án, tới vận hành và rút vốn. Biết đúng người (know-who) thể hiện ở khả năng đưa ra các đánh giá thẩm định đáng tin cậy về năng lực sinh lợi của hoạt động kinh doanh, về nhân thân chủ dự án (thường là người sáng lập và có sở hữu lớn tại công ty nhận đầu tư) và khả năng xử lý, vượt qua khó khăn kinh doanh của họ. Hội tụ đủ cả hai yếu tố này, các quỹ đầu tư mới có thể đảm bảo cam kết những dự án chất lượng với cổ đông.

Lựa chọn đội ngũ quản lý tốt có đầy đủ phẩm chất cần thiết luôn là mối quan tâm hàng đầu của các cổ đông quỹ. Với quy mô vốn huy động lớn, phần phí huy động (thường chiếm 2-4% tổng quy mô huy động) và các chi phí vận hành liên quan là những con số không nhỏ, tiềm ẩn phát sinh xung đột về lợi ích đại diện giữa những người sở hữu (cổ đông quỹ) và những người điều hành (quản lý quỹ).

Hiệu quả của quỹ đầu tư được đánh giá qua nhiều tiêu chí khác nhau, trong đó, phổ biến có chỉ số giá trị tài sản ròng trên chứng chỉ quỹ. NAVPS - Giá trị tài sản ròng trên chứng chỉ quỹ là một chỉ tiêu được sử dụng phổ biến trong đánh giá hiệu quả vận hành các quỹ đầu tư

(tương hỗ, mua bán - trao đổi, quỹ đóng...). Chỉ tiêu này cũng được sử dụng với các công ty có cổ phiếu. NAVPS (Net Asset Value Per Share) được tính bằng tỷ số giữa giá trị tài sản ròng của quỹ (hoặc công ty) với tổng số chứng chỉ quỹ hay cổ phiếu đã phát hành.

Với các quỹ có đối tượng đầu tư tập trung là chứng khoán trên thị trường, giá trị tài sản có thể được xác định tương đối dễ dàng và cũng biến động thường xuyên theo sự vận động của thị trường. Xác định giá trị tài sản dự án phức tạp và ổn định hơn. Trong báo cáo vận hành, các quỹ đầu tư thường đưa ra con số NAV (giá trị tài sản ròng - Net Asset Value) tại thời điểm gần nhất. Thường xuyên theo dõi biến động những chỉ số này trong báo cáo định kỳ giúp cổ đông theo sát hiệu quả vận hành của quỹ.

Vào và ra: Cái gì sẽ ở lại?

Quỹ đầu tư có một đặc tính cần lưu ý: thời gian hoạt động hữu hạn, thông thường từ 7 đến 10 năm. Trước khi kết thúc hoạt động, đội ngũ điều hành quỹ có trách nhiệm chuyển các tài sản thành tiền cho cổ đông. Đó là cách làm bình thường của quỹ đầu tư. Như vậy, các công ty tiếp nhận đầu tư, hay rộng hơn là toàn bộ nền kinh tế, cần nhận thức rõ ràng: nguồn vốn từ các quỹ vào rồi sẽ đi ra, đặc biệt với dòng vốn huy động từ nước ngoài. Vậy cái gì sẽ ở lại?

Với vị thế một nền kinh tế thành viên của WTO, sức ép cạnh tranh không ngừng gia tăng với cộng đồng kinh doanh Việt Nam. Cùng với việc chia sẻ sở hữu với các quỹ đầu tư, các nhà điều hành doanh nghiệp đều đặt kỳ vọng vào cơ hội mở rộng quan hệ kinh doanh, tiếp cận công nghệ quản lý và sản xuất tiên bộ, phát triển kinh doanh trong lĩnh vực mới...

Bảng 10.10: Thống kê công ty quản lý quỹ, tới tháng 3/2008

Công ty quản lý quỹ	Cấp phép	Quỹ	Vốn điều lệ
Cty liên doanh Quản lý quỹ đầu tư chứng khoán Việt Nam	15/07/2003		100
		VF1	500
		VF2	33,35
CTCP Quản lý quỹ đầu tư Thành Việt	10/11/2004		88
		SFA1	
Cty TNHH Quản lý quỹ đầu tư Prudential Việt Nam	26/5/2005		23
		PRUBF1	500
Cty TNHH Quản lý quỹ Manulife Việt Nam	14/6/2005		26
		ManulifeF	214
Cty liên doanh Quản lý quỹ đầu tư BIDV - VIETNAM PARTNERS	06/01/2006		32
		VIF	1600
CTCP Quản lý quỹ đầu tư chứng khoán Bản Việt	25/10/2006		94
Cty TNHH liên doanh Quản lý quỹ đầu tư chứng khoán AGRIBANK – VGFM	21/12/2006		16
Cty TNHH Quản lý quỹ đầu tư chứng khoán Bảo Việt	08/11/2005		25
Cty liên doanh Quản lý quỹ đầu tư chứng khoán Vietcombank	02/12/2005		8
		VPF1	200
CTCP Quản lý quỹ đầu tư chứng khoán Việt Long	22/12/2006		40
Cty TNHH Quản lý quỹ đầu tư chứng khoán Bông Sen	27/12/2006		5
CTCP Quản lý quỹ đầu tư chứng khoán An Bình	28/12/2006		30
CTCP Quản lý quỹ đầu tư Anpha	28/12/2006		10
CTCP Quản lý quỹ đầu tư chứng khoán Phương Đông	28/12/2006		6,8
CTCP Quản lý quỹ đầu tư chứng khoán An Phúc	28/12/2006		8,1
CTCP Quản lý quỹ đầu tư chứng khoán Hải Phòng	29/12/2006		11

xem tiếp trang sau

<i>tiếp theo trang trước</i>		
CTCP Quản lý quỹ đầu tư chứng khoán An Phú	29/12/2006	8
Cty TNHH Quản lý quỹ SSI	03/8/2007	30
CTCP Quản lý quỹ đầu tư FPT	25/7/2007	110
Cty TNHH Quản lý quỹ đầu tư chứng khoán Đông Á	24/9/2007	30
CTCP Quản lý quỹ Lộc Việt	06/11/2007	25
CTCP Quản lý quỹ Sabeco	16/11/2007	25
CTCP Quản lý quỹ đầu tư chứng khoán Hà Nội	16/11/2007	25

Nguồn: Ủy ban Chứng khoán Nhà nước. Đơn vị: tỷ đồng

Nguồn tài chính dồi dào từ các quỹ đầu tư, trực tiếp qua các hợp đồng chuyển nhượng cổ phần hay gián tiếp qua giao dịch cổ phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán, đang khẳng định vai trò một kênh huy động vốn hiệu quả của doanh nghiệp, nhưng rõ ràng, khi thực hiện các hoạt động hợp tác chiến lược, doanh nghiệp không chỉ trông đợi vào đồng vốn. Tính chuyên nghiệp thấp tại phần đông các doanh nghiệp Việt Nam chính là điều các quỹ đầu tư lo ngại nhất. Nhiều chuẩn mực vận hành thông thường vẫn còn xa lạ tại các đơn vị sản xuất kinh doanh. Các yêu cầu cung cấp thông tin và đòi hỏi khá khắt khe về quy trình vận hành từ phía người có vốn phần nào thúc ép doanh nghiệp thay đổi và hoàn thiện. Tuy vậy, năng lực thực sự cần được duy trì và bồi đắp liên tục theo thời gian.

Hoạt động quỹ đầu tư tại Việt Nam vào cuối những năm 2000 đang trong giai đoạn khởi động và bắt đầu quá trình tìm kiếm cơ hội giải ngân. Khoảng 5 đến 7 năm tới sẽ là quãng thời gian để cả người thực hiện đầu tư và người nhận đầu tư tập trung cho mục tiêu cải thiện năng lực cạnh tranh. Các hoạt động hợp tác nguồn vốn đầu tư không được xây dựng trên nguyên lý này sẽ khó đảm bảo lợi ích lâu dài cho các bên tham gia. Những “mối lương duyên” sớm kết thúc giữa TPG và FPT hay Indochina Capital và Vinamit đều là bài học còn mới. Với tiềm năng và cơ hội tăng trưởng rất lớn ở phía trước, xây dựng và củng cố các giá trị cốt lõi phục vụ tăng trưởng bền vững chắc chắn là đích đến cuối cùng của quỹ đầu tư đang ngày một đông đảo tại Việt Nam.²

Nguồn cảm hứng cho thị trường chứng khoán Việt Nam

Hứng khởi đầu tư gián tiếp tại Việt Nam đã bắt đầu từ năm 2000. Kể từ sau năm 2004, các chỉ số tài chính của Việt Nam trở nên kỳ diệu theo mọi chuẩn của quốc gia đang phát triển, làm mê say một số đông các nhà kinh doanh, đầu tư và chuyên gia kinh tế. Nền kinh tế có tổng sản lượng tương đương 71 tỷ USD được củng cố đáng kể nhờ các khu vực dịch vụ, xây dựng và công nghiệp mở rộng nhanh chóng với mức trung bình khoảng 8,4% so với năm trước. Chỉ số VN-Index theo trọng số vốn hóa đem lại mức lợi suất khoảng 240% trong giai đoạn 2004-2008.

Trên nền bức màn tăng trưởng mạnh, thành phố Hồ Chí Minh là căn cứ cho ít nhất 25 quỹ đầu tư vào Việt Nam, quản lý hơn 10 tỷ USD

²đđ, 2008, [114]

theo thống kê của Emerging Portfolio Fund Research (EPFR) Global, một hãng phân tích thông tin tài chính của Hoa Kỳ.

Tăng trưởng năng động của Việt Nam bị một phen vất vả với các lực lượng kinh tế bên trong và ngoài trong 6 tháng đầu năm 2008, gây ra nỗi thống khổ và những cơn đau tim cấp tính cho nhiều nhà đầu tư thuộc nhóm thu nhập trung bình đang tăng nhanh trong xã hội, và làm đau đầu các nhà kinh tế cũng như cơ quan ra chính sách.

Mức độ tín nhiệm của các nhà đầu tư toàn cầu và các nhà quản lý quỹ chuyên nghiệp đã bị thử thách nặng nề trong nửa đầu năm 2008 với nạn lạm phát nghiêm trọng, thâm hụt cán cân thương mại gia tăng nhanh chóng, và sự sụt giảm đầy kịch tính trên thị trường chứng khoán.

Trong quá trình hội nhập sân chơi toàn cầu, không có ngoại lệ cho Việt Nam trước cơn bão gia tăng phi mã của giá nhiên liệu và lương thực. Đối với rất nhiều gia đình ở Việt Nam, mức tăng 23% bình quân của chi phí cho hàng hóa tiêu dùng cơ bản thật là món khó tiêu của năm 2008. Lại nữa, lạm phát cục bộ trên giá hàng hóa lương thực leo thang cũng không phải đặc thù của đất nước, vì chi phí vận chuyển lương thực cũng nhảy vọt lên trên phạm vi toàn cầu.

Chính phủ Việt Nam đã hành động mau lẹ trong việc đưa ra các quy định kiểm soát vốn để ngăn ngừa tình trạng tháo chạy vốn nếu như thị trường bị ảnh hưởng tiêu cực bởi các lực lượng thị trường từ bên ngoài. Hơn thế nữa, các nhà hoạch định chính sách cũng thực hành co hẹp biên độ giao dịch và chỉ đạo Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh Vốn Nhà nước (SCIC) mua cổ phiếu như một công cụ chủ động nhằm vực dậy thị trường cổ phiếu đang vật lộn với khó khăn.

Tuy nhiên, Việt Nam vẫn có khả năng vận hành tốt nền kinh tế, dù rằng các thách thức đang tồn tại và chờ được xử lý. Nếu có bằng chứng rằng Việt Nam có khả năng đạt mức tăng trưởng GDP như mục tiêu đề ra và làm chậm lại quá trình lạm phát thì thị trường chứng khoán chắc chắn đã tăng trưởng đáng kể trở lại.

Chẳng mấy ai không nhìn nhận ra sự thật rằng, vào năm 2007, Việt Nam được nêu danh trong số những nền kinh tế tăng trưởng mạnh nhất châu Á; thế nhưng mức gia tăng quá nhanh của thị trường cổ phiếu đã làm nảy sinh những yếu tố “tiền đề bong bóng” như diêm gò. Ở mức đỉnh điểm vào tháng 3/2007, tổng mức vốn hóa thị trường của cả hai

thị trường chứng khoán ở thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội tăng lên gần 29 tỷ USD, tương đương hơn 40% của GDP - con số khổng lồ so với mức 1 tỷ USD vào năm 2005.

Một số quỹ đầu tư vào Việt Nam vẫn tiếp tục được thành lập mới nhằm tìm kiếm các cơ hội trong thời tiết đầu tư đang điều chỉnh. Đơn cử như, Hathaway - Nguyen Capital Management lập một quỹ đầu tư Hoa Kỳ với Terence Pavlic, nhà quản lý tiền có trụ sở ở Milwaukee, nhằm đầu tư khoảng 35-50 triệu USD sau khi đã nghiên cứu cẩn trọng các cơ hội có thể có được từ hơn 300 công ty niêm yết ở cả hai thị trường chứng khoán tại Việt Nam. Ban điều hành của quỹ này tin tưởng rằng sẽ có những cơ hội đầu tư xuất sắc trước khi kết thúc năm 2008. EMA Vietnam Fund, một quỹ đầu tư cổ phiếu, có trụ sở tại Boston, cũng là gương mặt mới đến Việt Nam năm 2008, đang tìm kiếm các công ty tăng trưởng bị đánh giá thấp và trong giai đoạn tiền IPO.

Luật cho phép các nhà đầu tư nước ngoài nắm tổng cộng tới tối đa là 49% số cổ phần của hầu hết các loại cổ phiếu, ngoại trừ ngân hàng với mức trần 30% vẫn còn hiệu lực. Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư ước tính vào cuối năm 2008, nhà đầu tư nước ngoài đang nắm giữ khoảng 25% số cổ phần niêm yết trên HOSE và 15% của HaSTC.

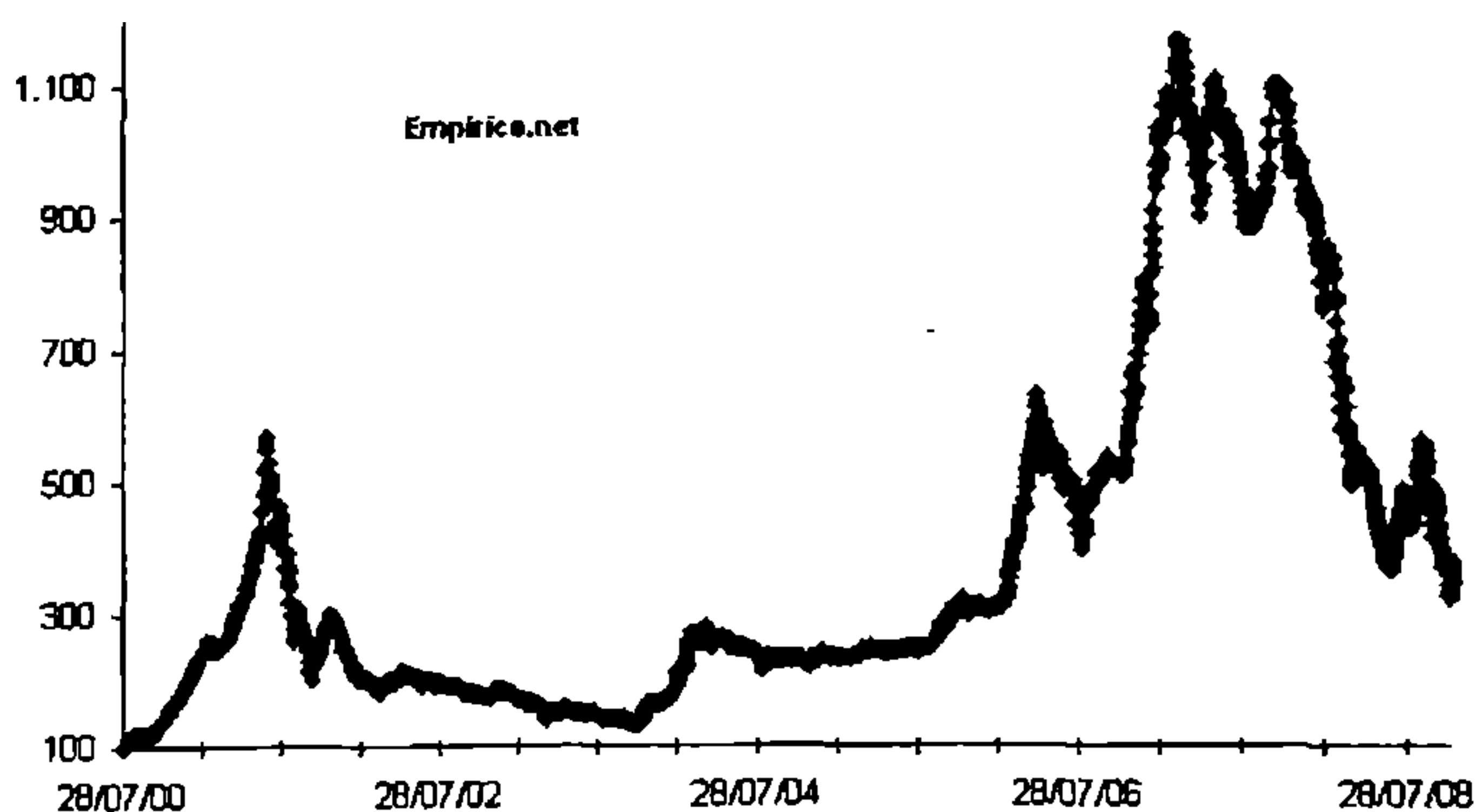
Trong báo cáo thị trường Việt Nam vào tháng 7/2008 của Bộ phận Nghiên cứu Toàn cầu thuộc Ngân hàng HSBC, chiến lược gia đầu tư cổ phần Gary Evans có viết *“Nhà đầu tư nước ngoài là những người mua kiên định của thị trường (Việt Nam) trong năm nay (2008), quy mô mua vào là từ 28 đến 122 triệu USD mỗi tháng. Thậm chí ngay cả khi thị trường rơi tự do, các quỹ đầu tư đã huy động được vốn nhưng giờ không tìm được cơ hội đầu tư, vẫn tiếp tục đổ tiền vào Việt Nam”*.

Theo số liệu của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, cuối tháng 7/2008 đã có 34 công ty quản lý quỹ được cấp phép hoạt động. Các công ty quản lý quỹ đã huy động và thành lập 4 quỹ đầu tư chứng khoán đại chúng (đang niêm yết tại HOSE), 16 quỹ thành viên và có hàng trăm khách hàng ủy thác quản lý tài sản theo hợp đồng quản lý danh mục đầu tư. Tính đến tháng 5/2008, hệ thống các công ty quản lý quỹ đã huy động và quản lý hơn 51.400 tỷ đồng (xấp xỉ 3,2 tỷ USD).

10.1.6 Sự vận động của thị trường chứng khoán và ảnh hưởng tới đời sống kinh tế - xã hội

Sự vận động của thị trường chứng khoán có ảnh hưởng mạnh mẽ tới đời sống kinh tế - xã hội. Trong 8 năm hoạt động, thị trường chứng khoán Việt Nam đã đạt được nhiều thành tựu và cũng trải qua nhiều giai đoạn thăng trầm.

Xuất phát ở mốc 100 điểm vào ngày 28/7/2000, VN-Index có bước chạy đà đầy triển vọng khi vượt mốc 500 điểm lần đầu tiên vào ngày 18/06/2001. Nhưng gần như ngay sau đó, chỉ số này liên tiếp sụt giảm và rơi vào khoảng lặng kéo dài từ nửa cuối năm 2001 tới đầu quý II/2006. VN-Index trở lại với con số 500 điểm vào ngày cuối cùng của tháng 3/2006³ như trình bày trong hình 10.2.



Hình 10.2: VN-Index từ 28/7/2000 đến 5/11/2008

Xu thế tăng mạnh của VN-Index được duy trì từ cuối năm 2006 đến nửa đầu năm 2007. VN-Index được ghi với bốn chữ số lần đầu tiên sau phiên giao dịch ngày 17/1/2007 (1012,7 điểm). Liên tục tháng 2, 3 và cả nửa đầu tháng 4/2007, chỉ số chung của thị trường ở trên mức 1.000 điểm. Ngày 12/3/2007, VN-Index lập kỷ lục với số điểm cao nhất trong lịch sử thị trường chứng khoán Việt Nam: 1.171 điểm.

³31/3/2006: VN-Index: 503,56

Nửa cuối năm 2007, thị trường chứng khoán Việt Nam có hình ảnh hoàn toàn trái ngược: giá cổ phiếu đồng loạt giảm sàn hoặc tăng không đáng kể trong nhiều phiên giao dịch. Đã có một vài đợt phục hồi vào những tháng cuối năm 2007 nhưng tới đầu năm 2008, thị trường chứng khoán chìm vào thời kỳ suy giảm trầm trọng, xóa sạch những thành tích tăng trưởng của hai năm trước đó. Chỉ số chứng khoán trở lại dưới 400 điểm vào ngày 4/6/2008 (395 điểm). Đà suy giảm tiếp tục kéo dài tới hết năm 2008 nhưng vẫn chưa có dấu hiệu dừng lại. Ngày 10/12/2008, VN-Index tụt xuống mức rất thấp là 286,9 điểm. Cùng ngày, tại Hà Nội, HaSTC-Index lùi về vạch xuất phát, đạt 100,3 điểm.

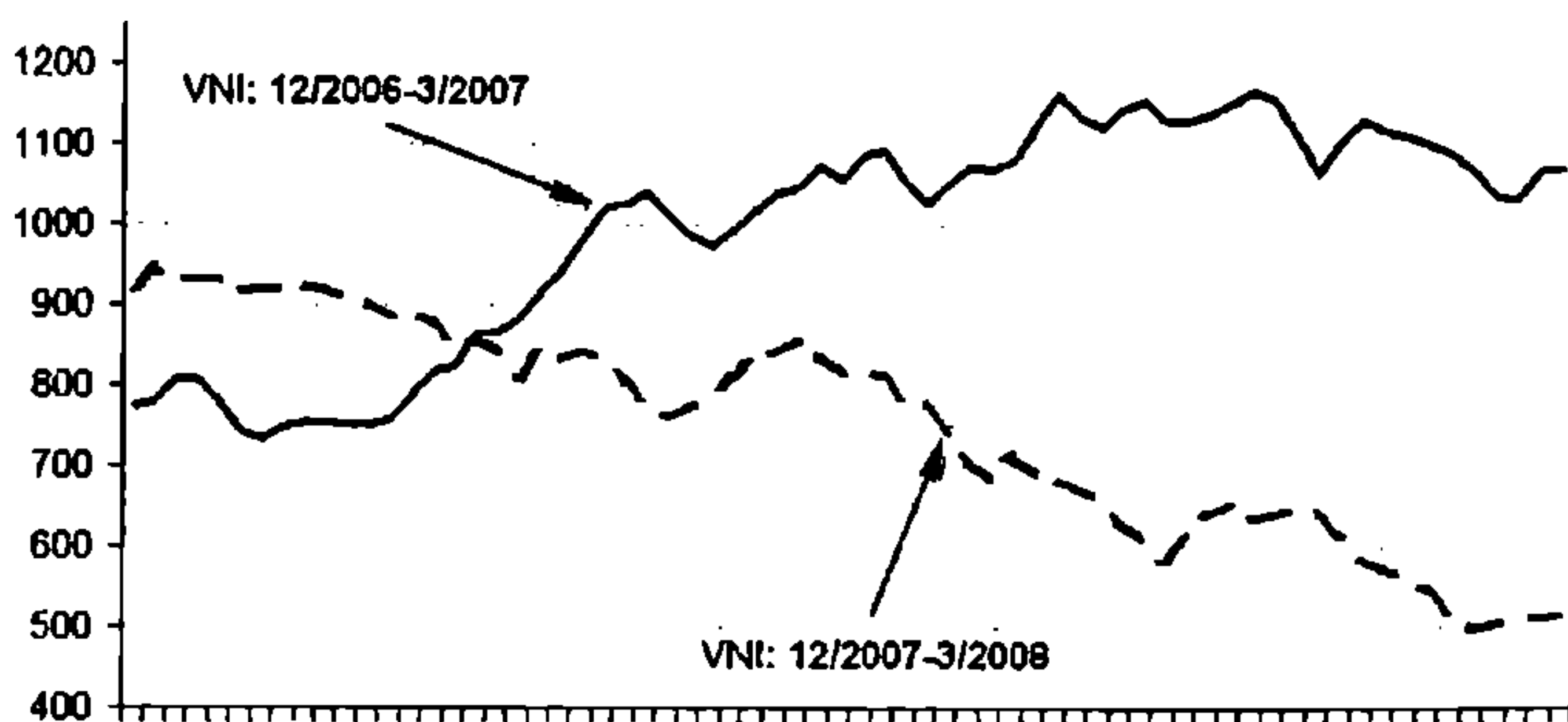
Biến động đảo chiều của thị trường chứng khoán gây tác động tâm lý tiêu cực cho các chủ thể tham gia thị trường, đặc biệt đối với các nhà đầu tư cá nhân. Khi thị trường ở trạng thái cao trào, số tiền tích lũy của một cá nhân trở nên không đủ lớn để tìm kiếm mức lợi nhuận đáng kể từ kinh doanh chứng khoán. Từng nhóm cá nhân cùng nhau góp vốn, huy động cá nhân, vay ngân hàng để hình thành lượng đầu tư đáng kể tham gia thị trường. Bởi vậy, khi giá cổ phiếu đồng loạt đi xuống, áp lực thu hồi vốn, thanh toán nghĩa vụ tín dụng đè nặng lên một số đông lớn hơn nhiều lần số tài khoản giao dịch chứng khoán thống kê được.

Suy giảm trong 3 tháng đầu năm 2008 đưa chỉ số thị trường chứng khoán Việt Nam về lại mức tương đương của năm 2006 (xem hình 10.3). Các phản ứng tiêu cực và thái quá của công chúng đầu tư hoàn toàn có thể hiểu được nhưng đó cũng chính là những dấu hiệu bất ổn cần đặc biệt lưu tâm, kèm theo các xung đột và tranh chấp lợi ích tài chính tiềm tàng, gay gắt và ở quy mô rộng khắp.⁴

Hành vi thị trường không giống mong muốn điều hành vĩ mô. Đầu tháng 3/2008, các nhà đầu tư đón nhận nhiều tin tốt lành. Chiều ngày 6/3/2008, Phó Thủ tướng Nguyễn Sinh Hùng chính thức khẳng định chủ trương của Chính phủ, chấp thuận SCIC tham gia hỗ trợ thị trường chứng khoán bằng cách bỏ nhiều tiền mua cổ phiếu, văn hồi đà giảm giá. Cùng với đó, thông tin J.P. Morgan có khả năng bỏ thêm 1 tỷ USD vào thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm 2008 củng cố niềm tin vào tiềm năng hấp dẫn của thị trường này.⁵

⁴Chính và Hoàng: 2008, [83]

⁵Lan Ngọc. “Chứng khoán ngày 7/3: SCIC mua, thị trường giảm bán.” *Thời báo*



Hình 10.3: Biến động VN-Index, 2007-2008

Nguồn: Dan Houtte, Vuong & Partners

Thị trường có phản ứng tích cực ngay lập tức. Ngày 10/3/2008, VN-Index tăng 18,15 điểm, đạt 658,29 điểm. Rất tiếc, thực tế thị trường sau này chỉ ra rằng, thời điểm mà nhà điều hành vĩ mô đánh giá mua vào là có lợi đó vẫn còn cao hơn nhiều “đỉnh” và hàng loạt “đáy” mới đã liên tục được thiết lập. Ngày 18/3/2008, VN-Index xuống dưới 600 điểm (588,26 điểm). Ngày 12/5/2008, chỉ số thị trường dưới mức 500 điểm (492,04 điểm). Ngưỡng 400 điểm bị đục thủng một tháng sau đó... Được các phương tiện truyền thông “hỗ trợ”, kiểu phản ứng lệch của thị trường chứng khoán như thế này hẳn làm các nhà điều hành vĩ mô và người đầu tư chứng khoán còn phiền muộn.

Tác động của các biến động trên thị trường chứng khoán không giới hạn trong phạm vi các giao dịch tài sản tài chính mà lan tỏa nhanh chóng, mạnh mẽ sang các thị trường bất động sản và tín dụng.⁶ Tăng trưởng bùng nổ của thị trường chứng khoán vào cuối năm 2006 mang lại những khoản lãi đáng kể cho các nhà đầu tư, bằng cả tiền mặt và ghi nhận trên sổ sách. Yếu tố tâm lý và đặc tính truyền thống văn hóa lái một phần đáng kể những lợi nhuận này sang thị trường bất động sản.

Trong quý I/2007, mức cầu bất động sản tăng vọt. Lượng tiền mặt

kinh tế Việt Nam, ngày 7/3/2008

⁶Hoàng và Sơn: 2008, [113]

thu được từ lợi nhuận trên thị trường chứng khoán không chỉ góp phần tăng số lượng giao dịch mà còn tạo tính thanh khoản rất cao cho thị trường này. Đây được xem như một trong những nguyên nhân trực tiếp nhất dẫn tới cơn sốt bất động sản trong quãng thời gian còn lại của năm 2007. Giá bất động sản tiếp tục tăng cao trong quý II/2007. Ngay cả khi thị trường chứng khoán bước vào thời kỳ suy thoái ở nửa sau năm 2007, bất động sản vẫn được nhiều nhà đầu tư lựa chọn như một giải pháp thay thế ưa thích cho các loại chứng khoán.

Dấu hiệu thua lỗ từ các khoản đầu tư bất động sản xuất hiện vào đầu năm 2008 khi cùng lúc hai thị trường chứng khoán và tiền tệ gặp khó khăn, đặc biệt là về thanh khoản. Phiên giao dịch ngày 9/6/2008 của HOSE đóng cửa với khối lượng giao dịch rất thấp: 905.502 đơn vị; giao dịch chỉ đạt 25,9 tỷ đồng.

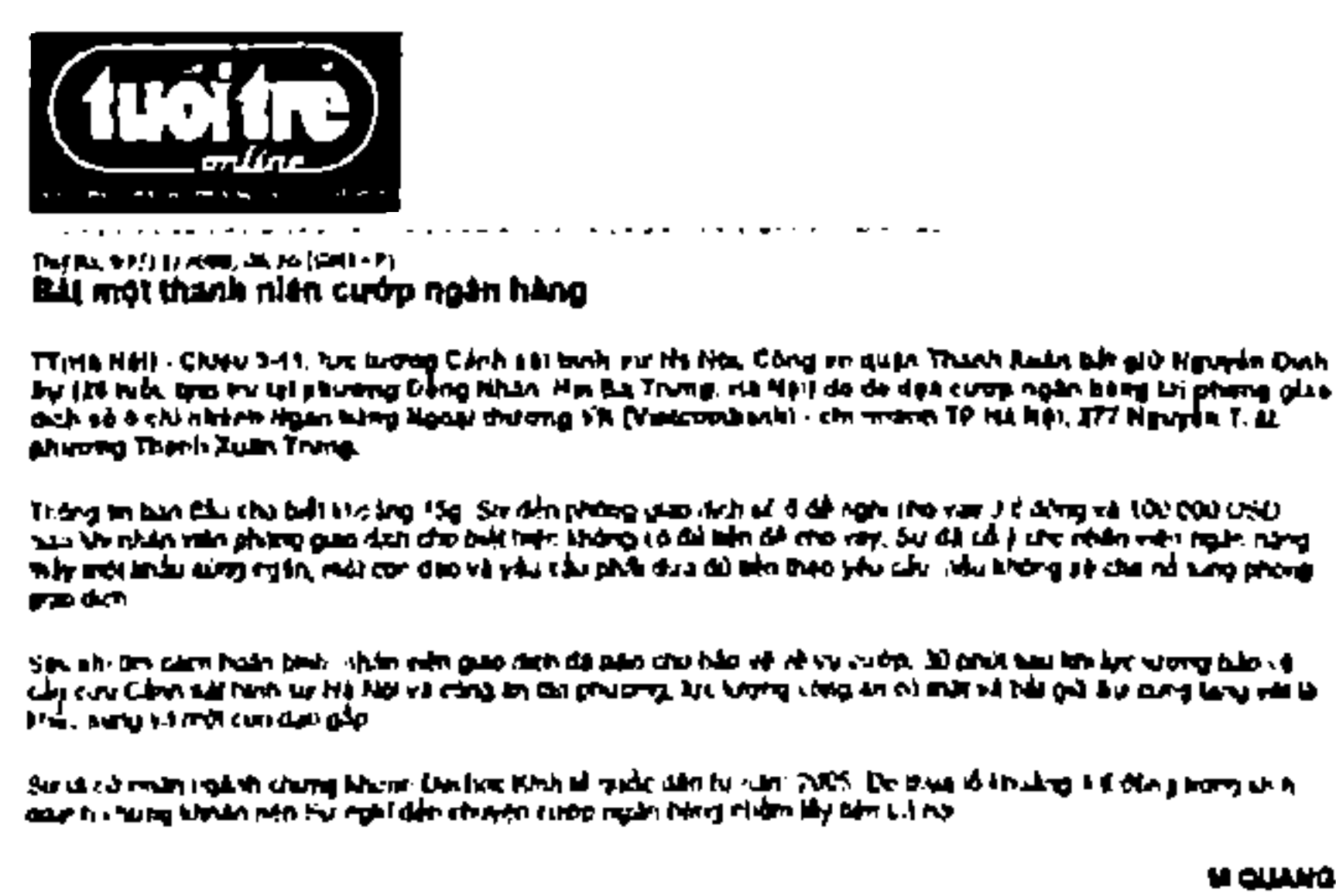
Tăng trưởng nóng của thị trường chứng khoán kéo theo tốc độ mở rộng tín dụng nhanh chóng tại các ngân hàng thương mại tập trung vào khách hàng là nhà đầu tư tài chính. Đặt kỳ vọng cao vào xu thế tăng giá chứng khoán liên tục, vốn được huy động từ nhiều nguồn đổ về thị trường chứng khoán, để rồi các tài sản tài chính lại được cầm cố tại ngân hàng thương mại và tiếp tục bổ sung một lượng tiền mới cho thị trường vốn. Tính riêng tại ngân hàng ACB, trong quý I/2007, doanh số cho vay cầm cố chứng khoán đã tăng 30% so với cùng kỳ năm 2006. Để đảm bảo an toàn và ổn định cho hệ thống tín dụng - ngân hàng, ngày 28/5/2007, Ngân hàng Nhà nước đã ban hành Chỉ thị số 03 với nội dung quan trọng là hạn mức cho vay đầu tư chứng khoán của các ngân hàng thương mại không được vượt quá 3% tổng dư nợ. Thị trường có nhiều phản ứng và ý kiến trái chiều với động thái siết chặt tín dụng của hệ thống ngân hàng, tuy vậy, tác dụng kìm hãm hưng phấn quá mức với hoạt động kinh doanh chứng khoán là rõ ràng.

Khả năng huy động nguồn lực xã hội qua thị trường chứng khoán và các khoản thặng dư vốn cổ phần lớn hình thành động lực trực tiếp để các doanh nghiệp đầu tư mở rộng quy mô sản xuất và bước sang các lĩnh vực kinh doanh mới. Lĩnh vực thu hút quan tâm gồm tài chính - ngân hàng, chứng khoán và bất động sản. Tâm lý lạc quan vào triển vọng phát triển kinh tế còn cho phép các chủ đầu tư huy động vốn cổ phần và tìm kiếm thặng dư vốn trên cả những dự án mới. Một làn sóng

đầu tư mới lại dồn về thị trường chứng khoán, nhưng lúc này, rủi ro cao hơn do tỷ trọng giao dịch cổ phần trên thị trường phi tập trung (còn gọi là OTC) tăng lên. Đây là đặc điểm rất khác với hoàn cảnh kinh tế của giai đoạn 1997-1998.

Trong những điều kiện diễn biến bất lợi, thị trường chứng khoán có thể tạo ảnh hưởng tiêu cực nghiêm trọng, gây bất ổn định kinh tế - xã hội. Ảnh hưởng này được nhân lên qua mối quan hệ liên thông với tín dụng ngân hàng. Trong thời gian ngắn từ cuối tháng 4 đến đầu tháng 11/2008, trên địa bàn Hà Nội đã xảy ra hai vụ án hình sự đặc biệt nghiêm trọng với động cơ phạm tội bắt nguồn từ kinh doanh chứng khoán.

Chiều 27/4/2008, Cơ quan Cảnh sát điều tra phát hiện vụ án lừa đảo hàng trăm tỷ đồng tại hai ngân hàng BIDV và Vietcombank. Nhân viên Phòng Giao dịch Thành Công - Vietcombank thông đồng với một số đối tượng ngoài xã hội mở nhiều sổ tiết kiệm với giá trị nhỏ. Sau đó, bọn tội phạm bóc ruột, làm giả, nâng khống giá trị và đem cầm cố tại chi nhánh Đông Đô - BIDV. Đã móc ngoặc từ trước nên các thủ tục xác nhận và phong tỏa tài khoản bảo lãnh đều được thực hiện nhanh chóng và đầy đủ. Đây là thủ đoạn rất tinh vi của người có chuyên môn và nắm vững nghiệp vụ ngân hàng. Bằng cách này, số tiền 270 tỷ đồng đã được rút ra khỏi ngân hàng. Toàn bộ được sử dụng cho kinh doanh bất động sản và đầu tư chứng khoán.



Hình 10.4: Cướp ngân hàng do lỗ chứng khoán

Sáu tháng sau, báo *Tuổi trẻ*, số ra ngày 4/11/2008 (hình 10.4) đưa tin: do thua lỗ chứng khoán nặng nề với khoản nợ nần cả tỷ bạc, đối tượng

Nguyễn Đình Sự, 26 tuổi, cử nhân ngành chứng khoán, đã dùng vũ khí đe dọa cướp tiền tại Phòng giao dịch số 6, chi nhánh Vietcombank Hà Nội. Có thể phỏng đoán, một người được giáo dục đầy đủ chỉ hành động như vậy trong trạng thái tâm lý không bình thường, mà nguyên nhân ở đây thấy rõ là quần bách tài chính.

Nguy hiểm tiềm ẩn trong câu chuyện các công ty chứng khoán có thể thực hiện giao dịch với chứng khoán và tiền trong tài khoản của nhà đầu tư bắt đầu được nhắc tới trên các phương tiện truyền thông đại chúng từ cuối năm 2008. Tuy vậy, vấn đề đã trở nên nghiêm trọng khi ngày càng có nhiều lời than phiền từ phía các nhà đầu tư về các giao dịch phát sinh ngoài ý muốn. Tới tháng 4/2009, Cơ quan an ninh điều tra - Công an Hà Nội đã tiến hành khởi tố Nguyễn Quang Thái với tội danh “lừa đảo chiếm đoạt tài sản”. Bằng việc mở nhiều tài khoản giao dịch tại các công ty chứng khoán khác nhau, và thực hiện những giao dịch có giá trị hàng chục tỷ đồng qua lại trên cùng một cổ phiếu, Nguyễn Quang Thái (sinh năm 1979) đã tạo được lòng tin với các công ty chứng khoán. Từ đó, Thái lợi dụng tín nhiệm để mua bán chứng khoán với khối lượng lớn, có tác động tới giá trên thị trường. Ngay cả trong trường hợp không có đủ lượng tiền mặt cần thiết trong tài khoản, thậm chí còn nợ tiền của những giao dịch trước, Thái vẫn được các công ty chứng khoán tín nhiệm tiếp tục cung cấp tín dụng. Một lần nữa, thị trường lại đẩy lên những quan ngại về các hành vi liên kết lưng đũa và thao túng thị trường, cũng như năng lực giám sát, đảm bảo giao dịch công bằng trên thị trường chứng khoán.

10.2 Các quy luật được phát hiện

Từ những ngày đầu tiên hình thành thị trường chứng khoán Việt Nam, cơ sở dữ liệu thống kê luôn được nỗ lực thu thập và tổ chức với ý thức rõ ràng về cơ hội hiếm hoi được quan sát một thị trường chứng khoán từ giai đoạn thai nghén, tới sơ sinh, và trưởng thành. Thành quả của công việc phân tích thống kê thị trường chứng khoán Việt Nam không dừng lại ở ghi nhận các đặc trưng, nhận thức các quy luật hiện tượng và đề xuất chính sách. Đó còn là những hiểu biết có giá trị về hệ thống và thị trường chứng khoán của Việt Nam đóng góp vào kho tàng lý luận

tài chính.

Phần này cố gắng trình bày gọn nhất kết quả khảo sát bộ số liệu thị trường chứng khoán Việt Nam trên mẫu 45 tháng hoạt động đầu tiên của HOSE. Các dữ liệu được sử dụng gồm: (i) Thông tin tài chính cơ bản của doanh nghiệp; (ii) Quan sát giao dịch ngày, bao gồm giá, khối lượng giao dịch, tổng cung - cầu hợp lệ và cổ tức (nếu có); và (iii) Một số biến (điều khiển) ngoại sinh. Sau 8 năm hoạt động và phát triển, thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn giữ nguyên những đặc tính căn bản này.

.Biến ngoại sinh

Khi tìm hiểu tính ngoại sinh của các dòng thông tin khác, người ta quan tâm tới cách thức đưa một vài biến điều khiển vào mô hình phân tích. Biến ngoại sinh ưa thích của thị trường chứng khoán Việt Nam bao gồm những thông tin quan trọng liên quan đến công bố doanh nghiệp, thay đổi chính sách - kỹ thuật của cơ quan quản lý. Những dữ liệu này được thu thập qua nhiều cách khác nhau: báo chí, văn bản, công bố chính thức, website v.v..

Nếu thông tin đặc biệt nhạy cảm, nó có thể làm đột ngột thay đổi trạng thái giao dịch của một cổ phiếu niêm yết, hoặc thậm chí dẫn dắt toàn bộ thị trường hưng khởi hay hoảng loạn. Một ví dụ là thông tin lỗ của Bibica (BBC) khiến cho không riêng BBC mất giá liên tục nặng nề, mà hầu như toàn bộ thị trường sụt giảm trong tháng 5/2003, thậm chí còn trước khi được Ủy ban Chứng khoán Nhà nước công bố chính thức.

Việc sử dụng biến điều khiển ngoại sinh còn có thể giúp tìm hiểu các sự kiện đặc trưng, như trường hợp REE tách cổ phiếu cuối năm 2002, một trong những tình huống tách đầu tiên ở thị trường chứng khoán Việt Nam, sau này việc tách cổ phiếu xảy ra khá thường xuyên.

Tin đồn và điều chỉnh kỹ thuật cũng gây tác động tâm lý giao dịch mạnh trên thị trường, và do đó sẽ được sử dụng để lượng hóa những tác động qua biến điều khiển của dòng thông tin.

Các vấn đề và hiện tượng được phát hiện trong quá trình phân tích số liệu thống kê không mất đi theo thời gian. Chúng có thể nổi trội vào lúc này, ẩn đi vào lúc khác, nhưng mỗi khi điều kiện thị trường thuận lợi, chúng ta lại quan sát được những biểu hiện trở nên rất rõ ràng.

10.2.1 Hành vi bầy đàn

Khi thị trường chứng khoán Việt Nam mở cửa với hai hàng hóa đầu tiên: SAM và REE, các khái niệm cổ phiếu, niêm yết, khớp lệnh v.v. còn rất xa lạ ngay cả với phần đông những nhà đầu tư tiên phong trên thị trường chứng khoán nhưng nhiệt huyết và niềm tin vào tương lai phát triển thị trường thì có thừa.

Chỉ sau một thời gian ngắn tham gia thị trường, nhiều nhà đầu tư có cùng băn khoăn “Vì sao trên thị trường chứng khoán, những người tham gia đều có động thái gần như đồng nhất khi đồng loạt bán hoặc cùng lúc mua cổ phiếu?” Chứng nào chưa có câu trả lời, chứng đó chưa thể lý giải tại sao chỉ trong vài ba tuần lễ giá cổ phiếu có thể giảm tới vài chục phần trăm mặc dù công ty niêm yết vẫn vận hành ổn định.

Ấm ảnh về các bong bóng chứng khoán và sự sụp đổ của thị trường tài chính đang lẩn quất. Lịch sử tài chính thế giới còn ghi lại quá trình hình thành và nổ vỡ bong bóng chứng khoán của công ty South Sea (South Sea Company - SSC) tại Anh quốc trong giai đoạn 1711 đến 1720. Đầu thế kỷ XVIII, Anh quốc trở thành biểu tượng của giàu có, quyền lực và thịnh vượng với các thuộc địa khắp nơi trên thế giới. Điều này đồng nghĩa với phần lớn người dân Anh có tiền để đầu tư và thường xuyên tìm kiếm những cơ hội để đổ tiền của mình vào. Nước Anh là mảnh đất tuyệt vời để các công ty trong đó có South Sea thu hút vốn. Bằng một giấy ghi nhận nợ (IOU) với Chính phủ Anh trị giá 10.000.000 bảng, Công ty South Sea đã mua toàn bộ quyền với tất cả hoạt động giao dịch thực hiện ở khu vực biển Nam.

Có rất ít công ty phát hành cổ phiếu ở thời kỳ đó. Dù đó đều là những khoản đầu tư rất tốt, nhưng không phải ai cũng có cơ hội tham gia. Chẳng hạn, Công ty Đông Ấn (East India) đã thanh toán lượng cổ tức miễn thuế khá lớn cho chỉ 499 cổ đông. South Sea thời kỳ đó được coi là đơn vị độc quyền có khả năng kiếm lời kếp sù nhất thế giới. Đợt phát hành cổ phiếu đầu tiên của công ty này không thể làm thỏa mãn từ những nhà đầu cơ khát hàng nhất cho đến số đông công chúng đầu tư đang hoàn toàn tin tưởng vào khả năng tăng trưởng kỳ diệu.

Đó là lý do mà không hề có một câu hỏi nào được đặt ra khi South Sea tiếp tục phát hành cổ phiếu, họ cứ tiếp tục mua chứng nào công

ty này còn phát hành, chấp nhận mức giá rất cao. Thậm chí việc công ty không có một đội ngũ quản lý kinh nghiệm và năng lực cũng chẳng được ai quan tâm. Dẫu sao, những người lãnh đạo South Sea thời kỳ đó dường như được sinh ra với năng lực làm quan hệ công chúng (PR) tuyệt vời. Họ đã thiết kế và trang bị văn phòng của mình trở thành một biểu tượng hoàn hảo về sự giàu có. Bất cứ ai, dù chỉ một lần nhìn vào sự thịnh vượng do South Sea tạo ra cũng khó có thể ngăn được hành vi tung đồng tiền vốn vào đó.

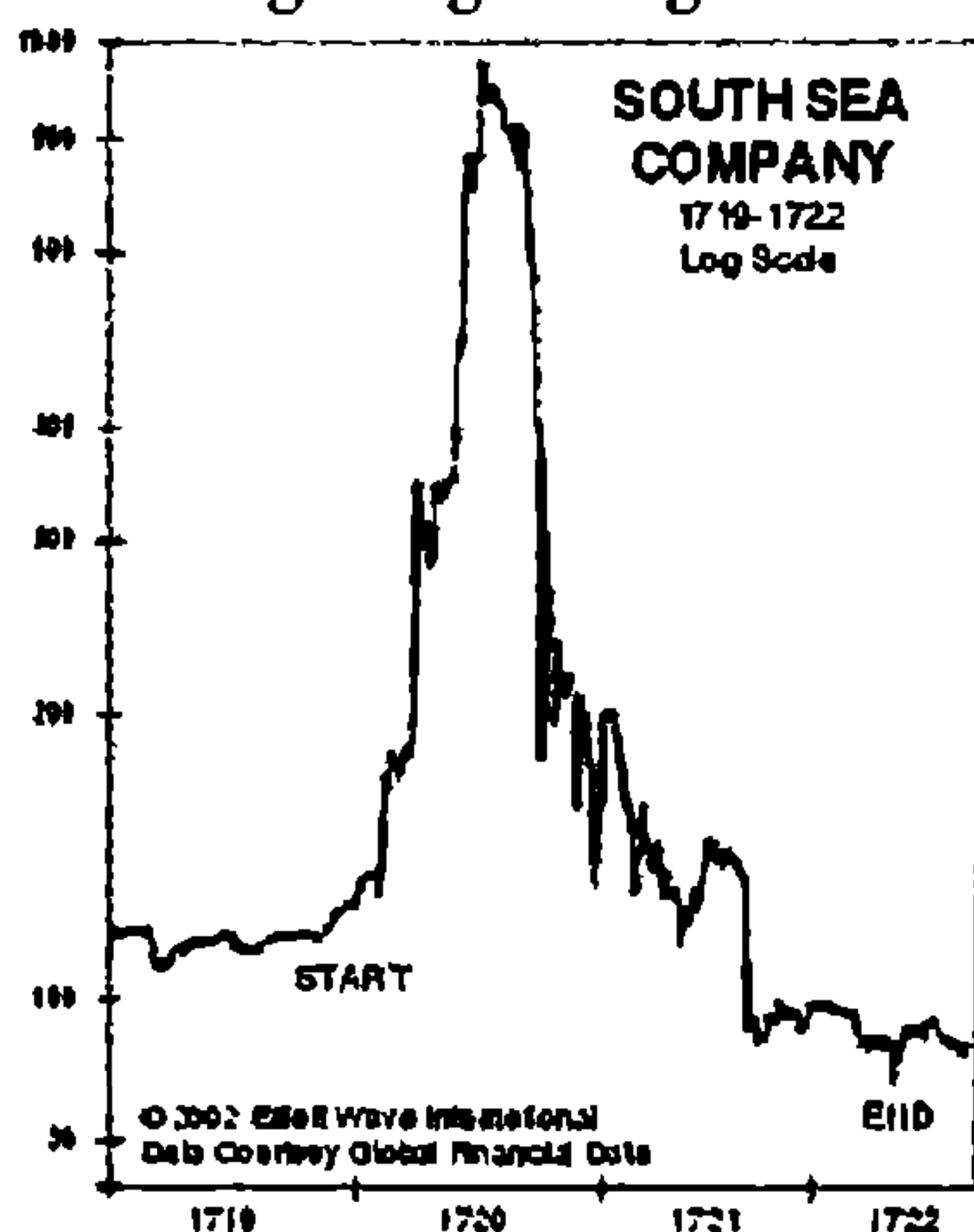
Không lâu sau sự ra đời của South Sea Company, một công ty của Anh khác cũng được thành lập, nhưng lại đặt trụ sở ở Pháp, với cái tên Mississippi Company (MC). Công ty này do một người Anh lưu vong có tên là John Law thành lập. Ý tưởng của John với công ty của mình không nhắm đến mục tiêu kinh doanh thương mại mà hướng đến việc chuyển hệ thống tiền tệ thời đó từ vàng và bạc thành hệ thống tiền giấy. MC ngay lập tức thu hút được sự quan tâm của những lái buôn lục địa và trở thành một nơi đủ tin tưởng để họ đầu tư vào đó những đồng đôla mồ hôi nước mắt của mình. MC không mất quá nhiều thời gian để tăng giá trị cổ phiếu của nó lên gấp 80 lần toàn bộ số vàng và bạc hiện có lúc đó tại Pháp. John Law cũng bắt đầu đi mua lại những công ty đã sập tiệm để bành trướng tập đoàn của mình.

Thành công ngay tại lục địa này đã động chạm đến niềm tự hào của người Anh, và với niềm tin rằng công ty của Anh không thể thất bại, những nhà đầu tư của vương quốc sư tử đã hành động một cách liều lĩnh. Dường như bị mờ mắt, không nhận ra được rằng SSC hoạt động quá yếu, không thể đạt đến mức hòa vốn (hầu hết những chuyến hàng chở len đều đi nhằm hướng hay hàng hóa bị hỏng ở một cảng nước ngoài nào đó), các nhà đầu tư vẫn muốn mua tiếp cổ phiếu. Nhu cầu đầu tư làm cho việc phát hành cổ phiếu được xúc tiến mạnh đến mức khó tin. Thậm chí, có cả những lời hứa về những sản phẩm ảo tưởng như sản xuất được loại rau có thể phục chế lại ánh nắng mặt trời hay xây những tòa nhà nổi để mở rộng đất đai Vương quốc Anh. Không còn từ nào khác, người ta gán cho nó cái tên “cổ phiếu điên”.

Cuối cùng, ban quản trị của SSC cũng nhận ra rằng giá trị của những cổ phiếu họ nắm giữ không còn phản ánh được giá trị thực của công ty và nguồn doanh thu ềo uột mà SSC đang tạo ra. Họ quyết định bán

chính cổ phiếu của mình vào mùa hè năm 1720 với hy vọng rằng sẽ không ai làm lộ bí mật về hoạt động kinh doanh kém cỏi của công ty với những người khác có liên quan lợi ích đến công ty. Tuy nhiên, thực tế không như họ mong muốn, cũng giống như cách mà bất kỳ một tin xấu nào được lan truyền đi, tin tức về hành động của ban quản trị công ty được lan truyền nhanh chóng, và hệ quả về một cuộc khủng hoảng bán tháo những giấy tờ vô giá trị kia là không thể tránh khỏi (hình 10.5). Tác động khủng khiếp từ quả bong bóng vỡ South Sea cũng đồng thời chọc thủng quả bong bóng tưởng tượng về giá trị không có thực của MC, kéo theo sự sụp đổ của Mississippi.

Hình 10.5: Bong bóng chứng khoán South Sea



Một sự sụp đổ toàn diện, báo trước bởi sự bó tay của các ngân hàng, đã được vượt vát và tránh được chỉ nhờ vào vị thế kinh tế quá mạnh của toàn Vương quốc Anh và sự can thiệp của Chính phủ Anh trong nỗ lực ổn định lại hoạt động của hệ thống ngân hàng. Chính phủ Anh sau đó đã nghiêm cấm việc phát hành cổ phiếu, mãi đến năm 1825, điều luật này mới được bãi bỏ.

Trở lại với Việt Nam, lần đầu tiên một hiện tượng tài chính, miêu tả hành vi tương đồng với những gì các nhà đầu tư chứng khoán Việt

Nam đang làm và cũng chẳng khác gì các nhà đầu tư Anh quốc thế kỷ XVIII, được giới thiệu lần đầu tiên vào năm 2001 trên *Thời báo Kinh tế Sài Gòn* - “hiệu ứng bầy đàn”.

Hành vi bầy đàn được định nghĩa là: *hành động giao dịch trong đó các cá nhân kìm nén niềm tin, kỳ vọng, thông tin của chính họ, và ra quyết định đầu tư hoàn toàn dựa trên những hành động tập thể của thị trường*. Bằng cách này, thu nhập chứng khoán của các cá nhân sẽ không lệch quá xa so với mức chung của toàn thị trường. Việc chứng minh bằng thực nghiệm thống kê cần thời gian tập hợp đủ số liệu. Tới năm 2004, Farber và Vương ([121]) sử dụng một số phương trình tuyến tính không phân thứ của độ lệch chuẩn dữ liệu chéo (CSSD: cross-sectional standard deviation) để kiểm định sự tồn tại hiệu ứng này với thị trường chứng khoán Việt Nam qua phương trình 10.1.

$$CSSD_t = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^N (r_{it} - r_{Mt})^2}{N - 1}} \quad (10.1)$$

trong đó r_{it} là lợi suất của cổ phiếu i vào ngày t và r_{Mt} là lợi suất danh mục đầu tư vào ngày t . Ở đây, r_{Mt} là lợi suất thị trường có trọng số của tất cả các lợi suất cổ phiếu đơn lẻ trong cùng ngày, với xác suất bằng nhau. Lợi suất của thị trường, do vậy, đòi hỏi phải được tính lại. Chỉ số VN-Index không sử dụng được trong trường hợp này.

Lợi suất ngày là đại lượng được tính ra từ các quan sát giá, cổ tức, sử dụng phép xấp xỉ cho bởi (10.2)

$$r_t = \ln(P_t + D_t) - \ln P_{t-1} \quad (10.2)$$

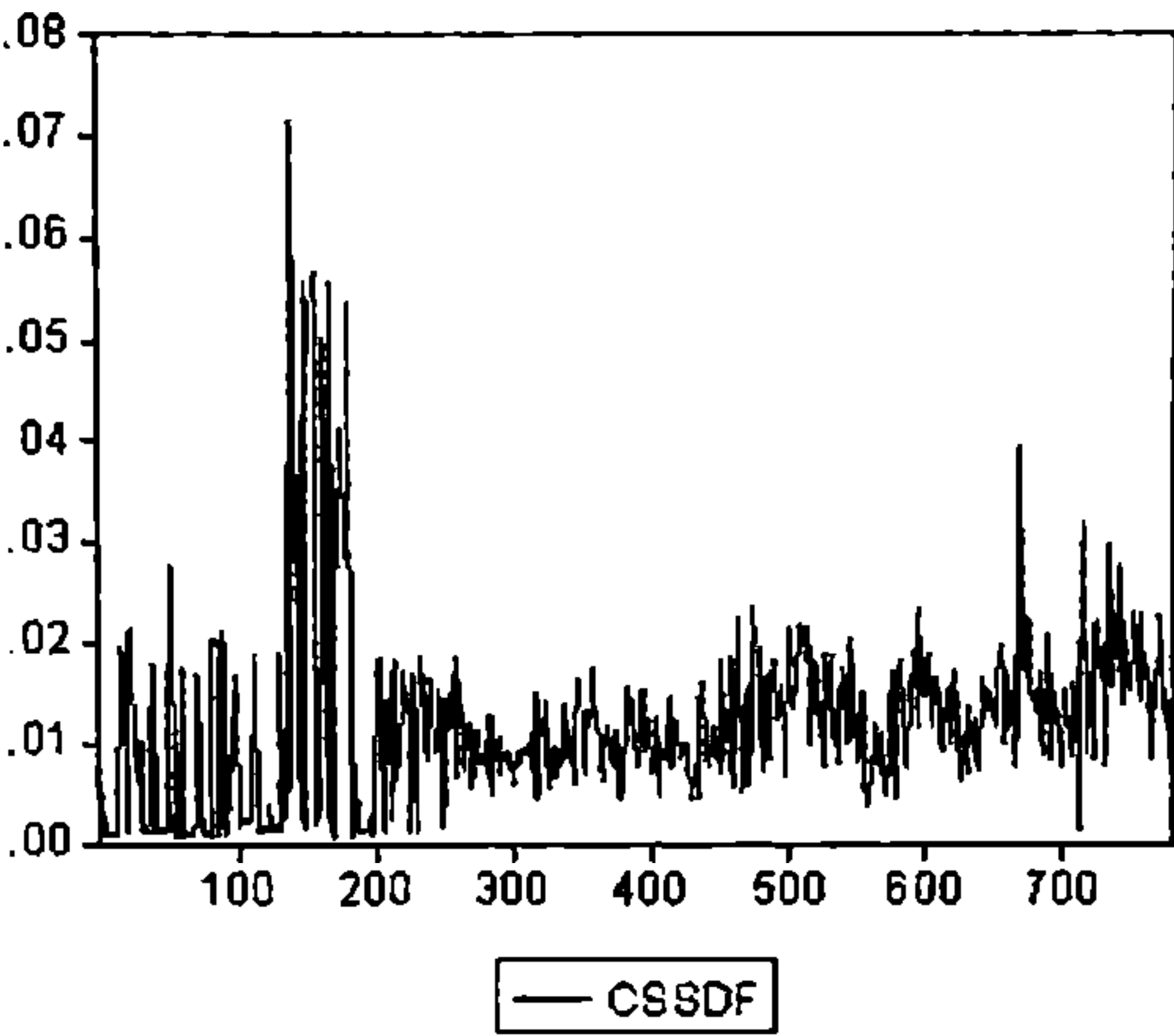
trong đó, P_t là ký hiệu của giá đóng cửa phiên hiện tại; D_t là cổ tức (nếu có); và P_{t-1} là giá đóng cửa phiên trước. D_t chỉ xuất hiện một số ít lần trong năm, vào ngày trả vào tài khoản nhà đầu tư.

Về cơ bản, CSSD đo lường giá trị bình quân xấp xỉ các mức lợi suất riêng lẻ so với bình quân thực tế. CSSD giúp xác định một phương pháp kiểm định mức độ phân tán có thấp hơn giá trị bình quân hay không trong suốt các quá trình động học thái cực của thị trường, thông qua phương trình (10.3).

$$CSSD_t = \alpha + \beta^L D_t^L + \beta^U D_t^U + \epsilon_t \quad (10.3)$$

trong đó, D_t^L, D_t^U là các biến giả được định nghĩa như sau: $D_t^L = 1$ nếu lợi suất danh mục đầu tư (thị trường) nằm ở đầu thấp của phân phối thực nghiệm, nếu không sẽ nhận giá trị 0. $D_t^U = 1$ nếu lợi suất danh mục đầu tư nằm ở đầu cao của phân phối thực nghiệm, trường hợp ngược lại sẽ nhận giá trị 0.

Mô hình đơn giản giải thích sự tồn tại của hành vi bầy đàn qua việc các hệ số β^L, β^U có ý nghĩa thống kê. Các hệ số này thậm chí còn phải mang dấu âm (-). $-\beta^L$ có nghĩa hành vi bầy đàn của nhà đầu tư xuất hiện khi lợi suất của thị trường có xu hướng giảm. $-\beta^U$ diễn tả hành vi bầy đàn trong điều kiện thị trường ngược lại. Hình 10.6 diễn tả CSSD trong khoảng thời gian nghiên cứu.



Hình 10.6: Độ lệch chuẩn chéo

Kết quả thực nghiệm khẳng định các hệ số β^L, β^U đều có ý nghĩa thống kê và mang dấu âm. Kết luận, tính bầy đàn rất khó tắt trên thị trường chứng khoán Việt Nam, trừ khi có những thay đổi lớn về cấu trúc vi mô của thị trường chứng khoán. Việc không phân loại được và mất khả năng phân tích thông tin chính là nguyên nhân.

10.2.2 Về hiện tượng chia tách cổ phiếu

Trong 4 năm hoạt động đầu tiên, thị trường chứng khoán Việt Nam chỉ có 4 trường hợp chia tách cổ phiếu, trong đó, trường hợp của ba cổ phiếu GIL, SAM và REE là có đầy đủ thông tin quan sát được. Về sau, khi thị trường phát triển, số cổ phiếu thực hiện chia, tách, trả cổ tức bằng cổ phiếu thường tăng lên nhanh chóng. Giai đoạn từ đầu năm 2005 đến tháng 10/2008, Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh ghi nhận 96 trường hợp thuộc nhóm này.

Quan hệ giữa lợi suất thị trường và lợi suất bất thường của cổ phiếu được trình bày trong phương trình 10.4, rất thuận tiện cho việc ước lượng các giá trị.

$$r_{it} = \alpha_i + \beta_i r_{Mt} + \epsilon_{it} \quad (10.4)$$

trong đó r_{it} là lợi suất hàng ngày của cổ phiếu i vào ngày t được xác định ở phương trình 10.2, tất cả đều sử dụng giá đóng cửa.

Từ phương trình 10.4, lợi suất bất thường của cổ phiếu i được tính bằng phương trình 10.5.

$$AR_{it} = r_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i r_{mt}) \quad (10.5)$$

với AR_{it} là lợi suất bất thường được tính vào ngày t ; $\hat{\alpha}_i, \hat{\beta}_i$ là các giá trị có được từ hồi quy trước đó và đều có ý nghĩa thống kê. Cuối cùng, lợi suất bất thường dồn tích được tính như sau:

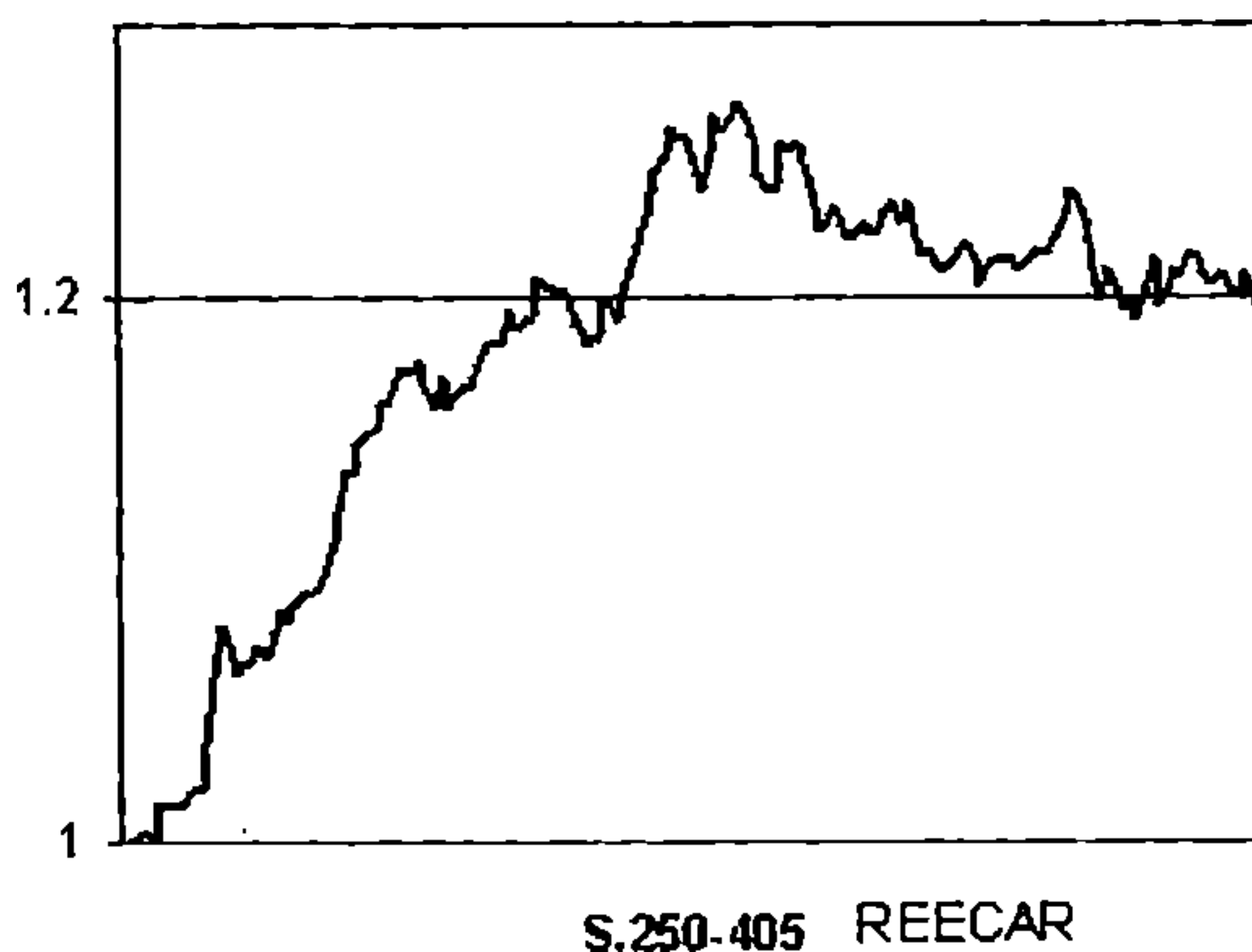
$$CAR_{it} = \prod_{t=1}^T (1 + AR_{it})$$

Kết quả thực nghiệm cho thấy, khối lượng đặt mua và giá cổ phiếu có xu hướng cùng tăng lên sau khi thị trường nhận được thông báo về các sự kiện chia, tách, thưởng cổ phiếu hoặc trả cổ tức bằng cổ phiếu.

Để thực hiện việc chia tách cổ phiếu, công ty niêm yết phải có được nghị quyết thông qua của đại hội cổ đông, báo cáo với Sở hoặc Trung tâm Giao dịch Chứng khoán và công bố rộng rãi tới công chúng đầu tư từ 2 đến 4 tháng. Khoảng thời gian này thay đổi tại mỗi công ty, do đó, hiệu ứng của thị trường với giá cổ phiếu cũng có độ dài khác nhau. Trong trường hợp phát hành cổ phiếu thường để tăng vốn điều lệ của

REE năm 2002, khảo sát được tiến hành trên mẫu từ phiên giao dịch thứ 250 (ngày 15/3/2002) tới phiên giao dịch thứ 405 (ngày 25/10/2002). Ngày thực hiện là phiên giao dịch thứ 334 (ngày 16/7/2002).

Trước thời điểm thực hiện, giá cổ phiếu REE liên tiếp tăng từ 25.800 đồng/cổ phiếu tại thời điểm bắt đầu quan sát tới 33.200 đồng/cổ phiếu vào ngày 15/7/2002 - một ngày trước khi phát hành theo tỷ lệ 5:1. Tại ngày chốt danh sách cổ đông, cổ đông sở hữu một cổ phiếu sẽ được hưởng một quyền mua và cứ 5 quyền mua sẽ được mua 1 cổ phiếu phát hành thêm. Giá cổ phiếu REE tiếp tục quán tính tăng trong một đoạn ngắn sau ngày thực hiện phát hành trước khi giảm dần về mức giá ổn định ở cuối kỳ quan sát, xem hình 10.7.



Hình 10.7: CAR_{REE} với sự kiện phát hành cổ phiếu thưởng

10.2.3 Giả thuyết thị trường hiệu quả và hiệu ứng GARCH

Giả thuyết thị trường hiệu quả cho rằng giá cổ phiếu dao động ngẫu nhiên. Do đó, mọi dự báo về thị trường đều không đáng tin cậy. Jensen (1978:[53]) định nghĩa “một thị trường hiệu quả với tập thông tin Ω_t nếu không thể kiếm được lợi nhuận kinh tế từ việc thực hiện giao dịch trên cơ sở thông tin của tập Ω_t .”

Trên thị trường vốn, chúng ta có thể hiểu rằng, “một thị trường vốn hoàn toàn hiệu quả nếu nó phản ánh đầy đủ và chính xác mọi thông tin liên quan trong quá trình định giá chứng khoán. Một cách chính thống, thị trường được gọi là hiệu quả với các thông tin trong tập Ω_t nếu giá chứng khoán không bị ảnh hưởng từ việc tiết lộ bất kỳ thông tin nào trong tập Ω_t cho các tác nhân tham gia thị trường. Điều này cũng có nghĩa là không thể kiếm lợi từ việc thực hiện giao dịch chứng khoán nhờ duy nhất hiểu biết thông tin trong tập Ω_t .”

Số lượng công trình và kết quả nghiên cứu về thị trường hiệu quả rất đồ sộ. Những đóng góp đầu tiên và quan trọng là của Mandelbrot (1963:[11]) và Fama (1965:[32]). Trong nghiên cứu tổng quan về các thị trường vốn hiệu quả (1970:[33]), Fama đã trình bày chi tiết cả cơ sở lý luận và mô hình tính toán thực nghiệm đối với thị trường chứng khoán và các chuỗi giá chứng khoán theo thời gian. Những kết quả này tiếp tục được Officer phát triển năm 1972 ([76]).

Sang năm 1973, Fama và MacBeth công bố kết quả khảo sát thực nghiệm với các yếu tố cơ bản của thị trường gồm rủi ro, lợi suất và giá cân bằng. Công trình năm 1973 ([35]) này cho tới tận bây giờ vẫn là một trong những đề tài nhận được nhiều quan tâm nhất của giới nghiên cứu hành vi thị trường chứng khoán. Tới những năm 1990, cùng với Campbell *et.al.* (1993:[16]), Fama ([34]) tiếp tục khảo sát các vấn đề quan hệ lợi suất kỳ vọng với thực tế, cũng như khối lượng giao dịch và tương quan chuỗi của lợi suất cổ phiếu.

Giả thuyết thị trường hiệu quả có thể được kiểm tra thông qua các quá trình ngẫu nhiên hình thành một *martingale* $\{P_t\}$ sao cho $E[P_{t+1} - P_t | P_t, P_{t-1}, \dots] = 0$.

Thị trường hiệu quả ở dạng mạnh được kiểm định với giả thuyết biến động ngẫu nhiên trong đó $\{P_t\}$ được biểu diễn như trong phương trình (10.6).

$$P_t = \mu + P_{t-1} + \epsilon_t, \quad \epsilon_t \sim IID(0, \sigma^2) \quad (10.6)$$

với μ là mức thay đổi giá kỳ vọng và $IID(0, \sigma^2)$ hàm ý ϵ_t được phân phối độc lập và đều với trung bình bằng 0, phương sai σ^2 .

Do cổ phiếu không có giá âm, phương trình (10.7) được sử dụng thay thế.

$$p_t = \mu + p_{t-1} + \epsilon_t, \quad \epsilon_t \sim NIID(0, \sigma^2) \quad (10.7)$$

trong đó, $p_t = \ln P_t$.

Để kiểm định tính hiệu quả dạng yếu của thị trường, lợi suất của cổ phiếu dựa trên giá quá khứ và cổ tức được trình bày trong phương trình (10.8).

$$r_t = \mu + \beta_1 r_{t-1} + \epsilon_t \quad (10.8)$$

với $r_t = \ln(P_t + D_t) - \ln P_{t-1}$; P_t, P_{t-1} là giá cổ phiếu các ngày $t, t - 1$ tương ứng; D_t là cổ tức được chia trong lần gần với ngày t nhất.

Cũng như lý thuyết thị trường hiệu quả, hiện tượng GARCH với lợi suất cổ phiếu nhận được rất nhiều quan tâm của giới nghiên cứu tài chính, chứng khoán. Biến động khoảng và phương sai không đồng nhất có điều kiện có liên quan rất chặt chẽ với các chuỗi dữ liệu tài chính theo thời gian như lạm phát, giá và lợi suất cổ phiếu, tỷ giá và biến động giá hàng hóa đầu cơ. Engle (1982: [31]) sớm xây dựng một hướng nghiên cứu nắm bắt các biến đổi động, gọi là quá trình $ARCH(p)$. Kể từ sau năm 1982, nhiều nhà khoa học tiếp tục đóng góp kết quả vào hướng nghiên cứu này. Trong số đó, đáng kể nhất là công trình của Bollerslev (1987: [13]) chi tiết quá trình $ARCH(p)$ của Engle thành $GARCH(p, q)$. Cùng năm này, Tsay (1987: [103]) cũng công bố kết quả tương tự.

Không có nhiều kết quả thực nghiệm về hiệu ứng GARCH và giả thuyết thị trường hiệu quả ở Việt Nam. Trở ngại lớn nhất vẫn là dữ liệu thống kê. Năm 2004, nghiên cứu thực nghiệm đầu tiên ([119]) được tiến hành để kiểm tra giả thuyết và hiệu ứng này cho thị trường chứng khoán Việt Nam. Mặc dù các kết quả công bố còn cần đối chiếu nhiều hơn với các nghiên cứu tương tự tại các thị trường chứng khoán khu vực, nhưng khả năng ứng dụng các kiểm định thực nghiệm thống kê với thị trường chứng khoán Việt Nam được xác nhận.

Tính chất quan trọng nhất của GARCH nằm ở sự khác biệt giữa phương sai có điều kiện và phương sai không có điều kiện trong quá trình biến đổi giá. Phương sai có điều kiện ám chỉ mức độ phụ thuộc rõ ràng vào các quan sát trong quá khứ. Phương sai không điều kiện quan tâm nhiều hơn tới hành vi dài hạn của một chuỗi thời gian và giả định không có bất kỳ hiểu biết nào về quá khứ. Mô hình $GARCH(p, q)$

(phương trình 10.9).

$$\sigma_t^2 = \kappa + \sum_{i=1}^p \alpha_i \sigma_{t-i}^2 + \sum_{j=1}^q \gamma_j \epsilon_{t-j}^2 \quad (10.9)$$

Trong phương trình 10.9, σ_t^2 biểu thị dự báo kỳ tiếp theo của phương sai; σ_{t-i}^2 là dãy quá khứ của các dự báo phương sai p ; ϵ_{t-j}^2 là phương sai thực tế của q dựa trên các quan sát quá khứ. Về bản chất, khi đặt *GARCH* với $p = 0$, mô hình sẽ quay trở về dạng *ARCH*(q). Độ dài của các trễ p và q , cũng như độ lớn của các hệ số α_i, γ_j , xác định mức độ bền bỉ của hiệu ứng GARCH.

Giống như với kiểm định về giả thuyết thị trường hiệu quả, thực nghiệm thống kê với số liệu cổ phiếu tại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh trong 45 tháng vận hành đầu tiên xác nhận sự tồn tại của hiệu ứng GARCH trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Các phát hiện về thị trường hiệu quả và hiệu ứng GARCH giúp nhận thức rõ hơn vai trò của thông tin trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Phạm trù thông tin đề cập ở đây bao gồm các công bố chính thức và những tin đồn theo kiểu rỉ tai giữa các nhà đầu tư. Các thay đổi kỹ thuật giao dịch cũng được xếp vào nhóm thông tin sẵn có trên thị trường. Kết quả phân tích thống kê cho thấy, một số thông tin tạo ra biến động lớn hơn tới thị trường. Đặc biệt, các tin xấu có ảnh hưởng lớn trong điều chỉnh mức lợi suất của cổ phiếu. Trong khi đó, các tin tốt có khi không mang lại tác động đáng kể nào với giá cổ phiếu là đối tượng của thông tin.

Trong tình huống cụ thể với biến động giá cổ phiếu Bibica (mã BBC) khi thông tin về kết quả kinh doanh thua lỗ trong năm 2002 trở thành nguyên nhân dịch chuyển xu thế đầu tư trên thị trường. Tại Đại hội cổ đông thường niên năm 2003 của Bibica tổ chức ngày 28/6/2003, cổ đông Bibica đã không thông qua báo cáo kết quả sản xuất kinh doanh của Hội đồng quản trị do mâu thuẫn với số liệu do Ban kiểm soát đưa ra. Hội đồng quản trị báo cáo lỗ 5,4 tỷ đồng trong năm 2002 (đã được kiểm toán) trong khi Ban kiểm soát lại đưa ra số lỗ 12,3 tỷ đồng.

Không có gì đáng ngạc nhiên khi các nhà đầu tư trên thị trường nhanh chóng xếp BBC vào nhóm cổ phiếu rủi ro cao. Khi vấn đề nảy sinh, thị

trường chuyển sự quan tâm sang các cổ phiếu đã được “kiểm tra” trong khoảng thời gian dài hơn như HAP, REE hay SAM. Dịch chuyển cầu các loại cổ phiếu dẫn tới những thay đổi giá và lợi suất. Hình 10.8 cho thấy lợi suất của thị trường (VN-Index) biến đổi đồng điệu với lợi suất của SAM, còn cổ phiếu BBC lại có định dạng hoàn toàn khác.

Phương sai có điều kiện của lợi suất thị trường và SAM đạt tới mức đỉnh vào cùng một thời điểm. Rất khó để xác định đâu là mức đỉnh trong đồ thị phương sai điều kiện lợi suất của BBC do những giá thay đổi lớn và duy trì trong một khoảng thời gian dài.

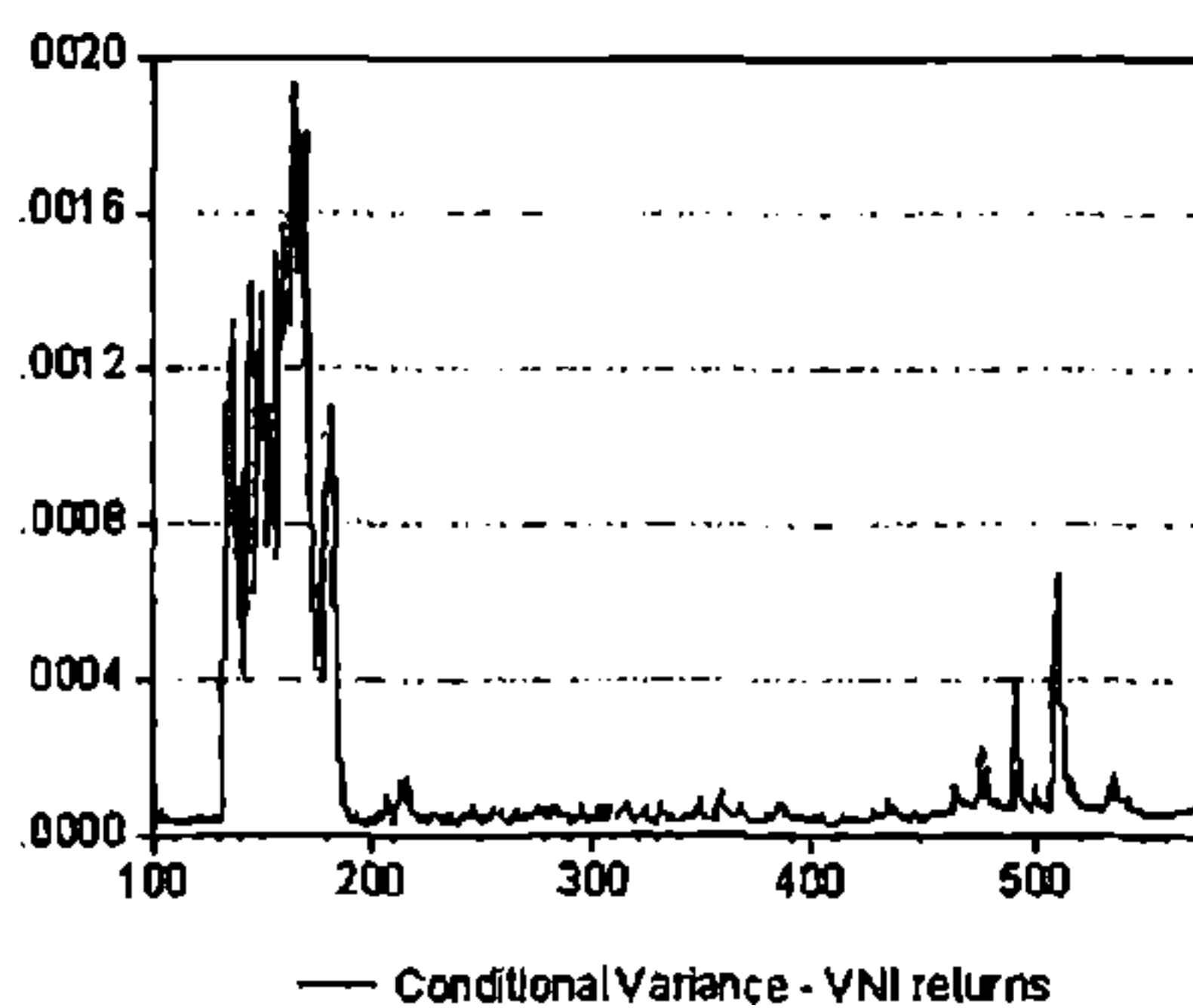
Tới năm 2008, hàng hóa (các loại cổ phiếu) trên thị trường chứng khoán đa dạng hơn, các tác động của thông tin tới lợi suất cổ phiếu cũng rõ ràng hơn nhưng thời gian tác động có xu hướng rút ngắn lại. Tin đồn về việc ông chủ tịch Nguyễn Duy Hưng của Chứng khoán Sài Gòn bị bắt xuất hiện vào ngày 12/3/2008. Điều này không đúng. Nhưng giá cổ phiếu này đã giảm liên tục trong 2 tuần giao dịch sau đó. Cổ phiếu SSI vào ngày 14/3 có giá 81.000 đồng/cổ phiếu rút xuống còn 55.000 đồng/cổ phiếu ngày 26/3/2008. Tất nhiên, cũng cần xem xét tới xu thế sụt giảm chung của thị trường chứng khoán. Vào thời gian này, chỉ số VN-Index rơi từ 643,8 điểm xuống 504,7 điểm.

10.3 Thị trường trái phiếu

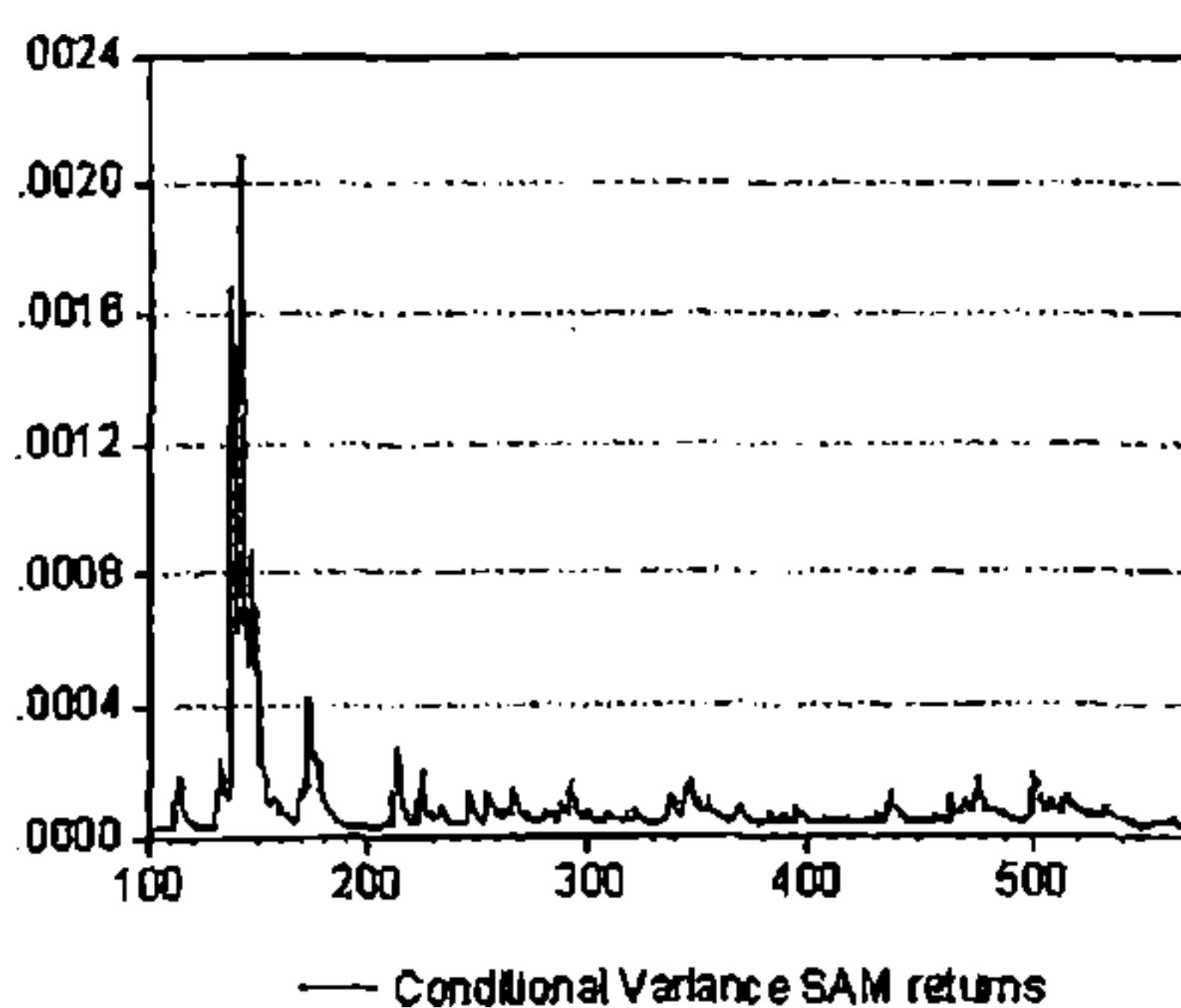
Cùng với sự quan tâm ngày một lớn hơn của công chúng đầu tư tới thị trường vốn và nhu cầu huy động nguồn lực tài chính cho quá trình công nghiệp hóa, hiện đại hóa đất nước, thị trường trái phiếu tại Việt Nam ngày càng nhận được nhiều sự chú ý hơn. Vị thế thị trường này trong hệ thống tài chính cũng trở nên quan trọng hơn trong việc định hình một cột mốc để tính chi phí vốn. Thị trường trái phiếu ở Việt Nam có thể chia thành hai mảng lớn: trái phiếu doanh nghiệp và trái phiếu chính phủ.

10.3.1 Trái phiếu doanh nghiệp

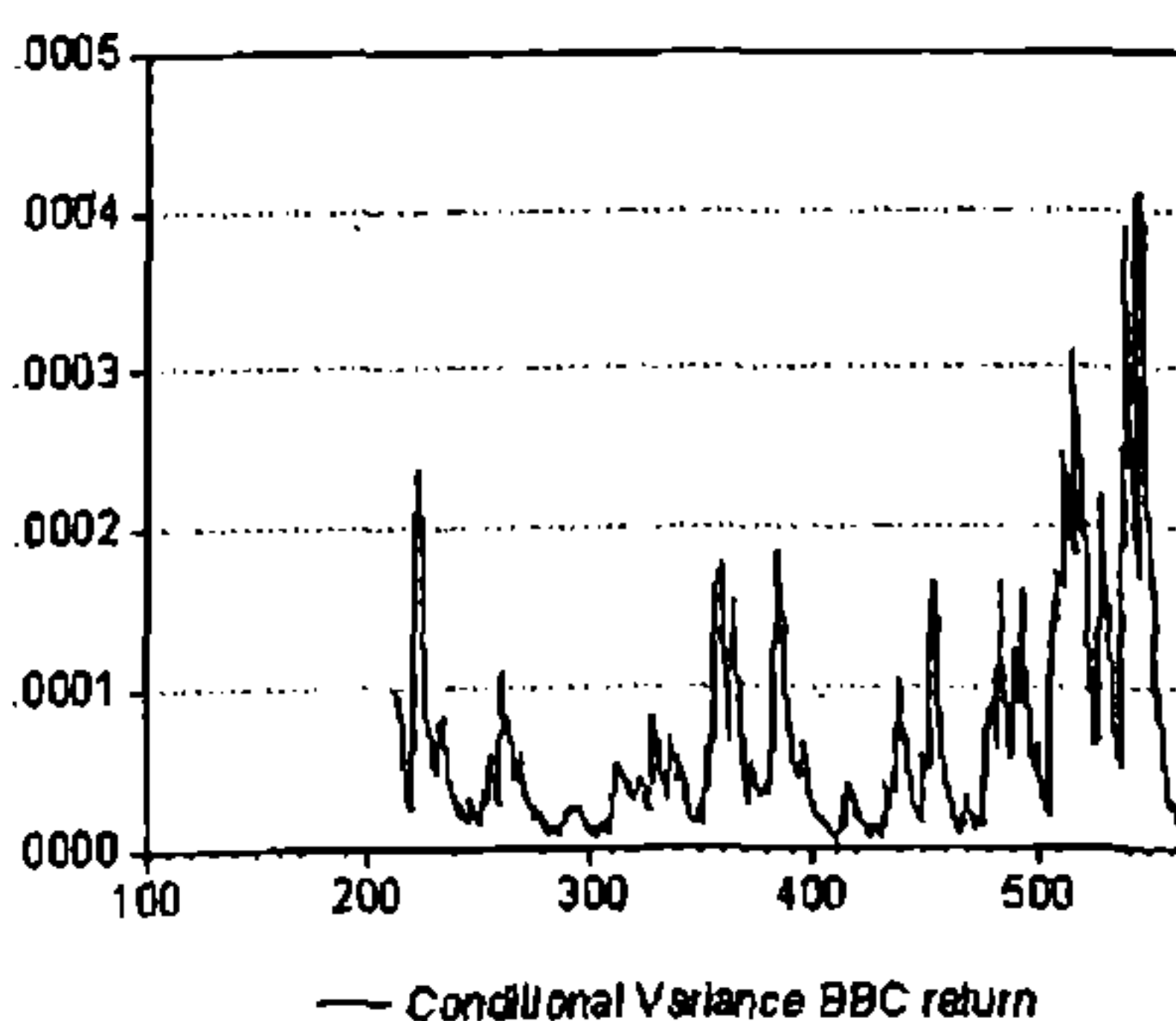
Các doanh nghiệp Việt Nam hầu như không vay nợ dân chúng, thực tế này có thể được coi là do thói quen chỉ sử dụng các công cụ tài chính



(a) VN-Index



(b) SAM



(c) BBC

Hình 10.8: Phương sai có điều kiện của lợi suất năm 2003

đơn giản và trực tiếp của các doanh nghiệp; và phương pháp kế toán - báo cáo ở mức độ giản đơn của doanh nghiệp trong nước. Phương pháp vay nợ duy nhất phổ biến nhưng đầy rủi ro là vay trực tiếp từ các nhân viên, từ bạn bè, và đôi khi từ nhà cung cấp và khách hàng. Một số các phương pháp vay nợ có quy củ hơn như trái phiếu doanh nghiệp, các loại chứng khoán tương tự cổ phần (như chứng khoán phái sinh) mới chỉ được các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài (FIEs) giới thiệu trong thời gian vài năm trước 2008.

Sở dĩ như vậy là vì, môi trường kinh doanh Việt Nam có những đặc điểm cản trở sự phát triển của công cụ tài chính mới. Trước tiên, doanh nghiệp không quen thuộc với việc sử dụng các công cụ tài chính mà dựa chủ yếu vào nguồn tín dụng (vay nợ). Thứ hai, các công cụ tài chính nếu có được phát hành thành công trên thị trường sơ cấp thì cũng hầu như không có thanh khoản do thiếu vắng hoạt động hiệu quả của thị trường thứ cấp. Thứ ba, các công cụ hiện đang sử dụng còn rất giản đơn. Do vậy, khả năng mở rộng danh mục hàng hóa cho nhà đầu tư lựa chọn còn hạn hẹp. Thứ tư, hệ thống các quy định pháp lý rất khắt khe với mục tiêu khống chế nguy cơ rủi ro cho cả hai phía, nhà đầu tư và doanh nghiệp. Nhưng, khi đi vào triển khai chi tiết thì lại thiếu những quy định cụ thể và rõ ràng. Cuối cùng, các doanh nghiệp phát hành trái phiếu còn phải cạnh tranh với một sản phẩm tài chính gần tương tự là *trái phiếu công trình* (dự án). Loại trái phiếu này được phát hành khi có các dự án ở tầm quốc gia vào đầu những năm 1990, ví dụ dự án Đường dây 500 KV Bắc - Nam và Nhà máy thủy điện Yaly.

Tuy nhiên, do đặc trưng và tầm quan trọng của những dự án được Chính phủ bảo đảm này, bản chất kinh doanh và tính khả thi thương mại của những đợt phát hành giảm xuống rõ rệt. Thông tin về những đợt phát hành “tiên phong” trong thời kỳ 1992-2003 được tóm tắt trong bảng 10.11.

Các doanh nghiệp có xu hướng tìm hiểu và sử dụng nhiều công cụ nợ hơn. Mặc dù chưa có phương pháp thống nhất chung nhưng khả năng lớn là các công cụ nợ của doanh nghiệp sẽ được thị trường chấp nhận rộng rãi. Trong bối cảnh vốn hoạt động dài hạn bị giới hạn, xu hướng này là tự nhiên, không chỉ ở Việt Nam mà còn ở các nền kinh tế khu vực và thế giới.

Bảng 10.11: Phát hành trái phiếu doanh nghiệp thời kỳ 1992-2003

Dự án	Tổ chức phát hành	Đơn vị	Giá trị	Năm	Thời hạn năm	Lãi suất	Loại/Ghi chú
Đường dây 500KV	EVN	VND	334,0	1992-94	3	3,8-5,0%	TP/BTC bảo lãnh; quy đổi theo vàng
Nhà máy xi măng	Hoàng Thạch	VND	44,3	1994	3	21,0%	TP/KBNN bảo lãnh
Nhà máy xi măng	Anh Sơn	VND	7,5	1994	3	21,0%	Giấy nợ
Nhà máy SX điều hòa	REE	USD	5,0	1996	2	4,5%	TP/Chuyển đổi
Cán thép	SouthSteel	USD	0,46	1995	3	5,5%	Giấy nợ
Nhà máy điện	Thủy điện Yaly	VND	200,0	1995-96	4	8,5%	TP/KBNN bảo lãnh
Khách sạn	Du lịch Khánh Hòa	VND	25,0	1998	5	8,0%	Giấy nợ
Nhà máy xi măng.	Phúc Sơn	VND	63,0	1997-98	3	14,0%	TP/KB địa phương bảo lãnh
Dịch vụ tài chính	VILC	VND	10,0	1999	5	11,0%	Giấy nợ/NHTMNN hỗ trợ
Dịch vụ tài chính	BIDV	VND	1000,0	2000	5	7,5%	Giấy nợ/NHTMNN hỗ trợ
		USD	65,0	2000	5	5,2%	
ISP	EIS	VND	60.0bn	2001	5	10,0%	Giấy nợ
Dầu khí	PetroVietnam	VND	300,0	2003	5	8,7%	TP công ty

Nguồn: Tổng hợp. Đơn vị: triệu USD và tỷ VND.

Kể từ năm 2006, thị trường chứng khoán ghi nhận nhiều trường hợp phát hành trái phiếu đáng chú ý của doanh nghiệp trong lĩnh vực ngân hàng, chứng khoán và bất động sản. Đa phần trái phiếu được phát hành trong thời kỳ này đều quy định khả năng chuyển đổi thành cổ phiếu doanh nghiệp sau khi đáo hạn. Mức độ hấp dẫn tăng lên của thị trường cổ phiếu từ cuối năm 2006 là lý do rất quan trọng để những doanh nghiệp này lựa chọn phương thức chuyển đổi trái phiếu sang cổ phiếu vào cuối kỳ thanh toán. Với kỳ vọng lợi nhuận cao đặt vào xu thế tăng giá của cổ phiếu doanh nghiệp, nhà đầu tư chấp nhận mức lãi suất thấp hơn cho các trái phiếu loại này.

Trong bảng 10.12, ngoại trừ Vietcombank xác định tỷ lệ chuyển đổi theo giá thị trường cổ phiếu VCB vào thời điểm chuyển đổi, các ngân hàng khác đều quy định tỷ lệ chuyển đổi theo mệnh giá. Một trái phiếu ACB và MB được chuyển đổi thành 100 cổ phiếu tương ứng của ngân hàng. Trái phiếu dài hạn của Agribank có điều chỉnh lãi suất ở 5 năm cuối, tương ứng là 10,4%/năm và 10,8%/năm với các kỳ hạn 10 và 15 năm.

Ngày 15/5/2008, Thống đốc Ngân hàng Nhà nước cũng đã ban hành quyết định 1093/QĐ-NHNN cho phép Ngân hàng thương mại cổ phần Kỹ thương Việt Nam (Techcombank) phát hành 5.000 tỷ đồng trái phiếu nhằm bổ sung vốn điều lệ, mở rộng quy mô kinh doanh.

Bảng 10.12: Phát hành trái phiếu ngân hàng

	Phát hành	Số lượng (triệu TP)	Giá trị (tỷ đồng)	Kỳ hạn (năm)	Lãi suất (%/năm)
Vietcombank (VCB)	16/12/2005	12,00	1200	7	6
Á Châu (ACB)	QIV/2006	1,65	1650	5	8
	2007	1,35	1350	5	8
Quân đội (MB)	20/06/2007	0,42	420	5	8
	11/10/2007	0,58	580	5	8
Agribank	10/10/2006	3	3000	10	9,8
				15	10,2

Mệnh giá: 1 triệu đồng. Trái phiếu VCB: mệnh giá 100.000 đồng

Trong ngành bất động sản, Sacomreal là đơn vị tiên phong sử dụng công cụ trái phiếu. 100 tỷ đồng trái phiếu bất động sản được công ty

này phát hành đầu tiên tại Việt Nam vào tháng 1/2008 có mệnh giá 500 triệu đồng/trái phiếu với lãi suất 4,4% trong vòng 6 tháng. Nhà đầu tư mua trái phiếu còn được hưởng quyền ưu tiên mua một căn hộ tại dự án chung cư cao cấp Phú Lợi, quận 8, và được giảm 5% trên giá bán tại thời điểm công bố. Các trái chủ của đợt phát hành này đã nhận lợi tức vào ngày 31/7/2008. Đến tháng 3/2008, Sacomreal tiếp tục phát hành trái phiếu huy động riêng lẻ, với tổng giá trị lên đến 750 tỷ đồng cho dự án Phú Mỹ (phường Phú Mỹ, quận 7, thành phố Hồ Chí Minh). Lãi suất của trái phiếu đợt này là 12%/năm, kỳ hạn 8 tháng, mệnh giá 1,5 tỉ đồng/trái phiếu. Mỗi trái phiếu là một quyền mua căn hộ Phú Mỹ và mỗi trái chủ sẽ được giảm giá 8% khi mua căn hộ.

Trái phiếu chuyển đổi là công cụ nợ mới được sử dụng tại Việt Nam. Phương thức áp dụng, đặc biệt là cách thức tính tỷ lệ chuyển đổi vẫn còn nhiều tranh cãi. Ngay chính các tổ chức phát hành nhiều lúc cũng không xác định được rõ ràng, và đưa ra các điều khoản “để ngỏ”. Với thực tế thị trường như vậy, kế hoạch phát hành trái phiếu chuyển đổi của Công ty chứng khoán Sài Gòn làm tốt việc miêu tả quá trình áp dụng công cụ tài chính này tại Việt Nam.

Ngày 30/11/2006, Công ty chứng khoán Sài Gòn phát hành 5 triệu trái phiếu chuyển đổi, mệnh giá 100.000 đồng/trái phiếu, tương đương 500 tỷ đồng nhằm bổ sung tăng vốn điều lệ, mở rộng quy mô kinh doanh. Việc thực hiện phát hành tóm lược trong bảng sau.

Mã	Kỳ hạn (tháng)	Số lượng (triệu TP)	Lãi suất (%/tháng)	Ngày chuyển đổi
SSICB0106	14	1,5	1	30/01/2008
SSICB0206	26	1,5	1,1	30/01/2009
SSICB0306	36	2	1,15	30/01/2010

Trái phiếu của kỳ hạn tương ứng sẽ được chuyển đổi thành cổ phiếu theo mệnh giá.

Trong bản công bố thông tin kế hoạch phát hành, lãnh đạo Công ty chứng khoán Sài Gòn cũng trình bày rõ công thức quy đổi, cách tính toán số lượng trái phiếu được mua, thanh toán lãi và gốc trái phiếu.⁷

Cũng phải kể đến các đợt phát hành thành công 2.000 tỷ đồng trái phiếu Vincom, kỳ hạn 5 năm vào ngày 6/5/2008. Đây là lần đầu tiên

⁷Chi tiết xem *Phương án phát hành trái phiếu chuyển đổi*, SSI: 2006, [42].

trái phiếu doanh nghiệp được phát hành theo hình thức riêng lẻ với mệnh giá 1 tỷ đồng/trái phiếu. Lãi suất trái phiếu trả năm đầu tiên là 16%/năm, các năm sau: lãi suất thả nổi, dự kiến bằng lãi suất tiền gửi tiết kiệm trả sau kỳ hạn 1 năm bình quân của hội sở chính 4 ngân hàng Agribank, Vietcombank, BIDV và ICB, cộng thêm tối đa 4%/năm.

Trong điều kiện thị trường chứng khoán suy giảm năm 2008, một số doanh nghiệp đã chủ động tạm dừng kế hoạch phát hành trái phiếu. Vào ngày 7/7/2008, Công ty dệt may Thành Công công bố kế hoạch phát hành 1.000 tỷ trái phiếu chuyển đổi.⁸ Nhưng tới ngày 20/8/2008, công ty đã gửi thông báo tới Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh đề nghị tạm dừng phát hành cho tới khi điều kiện thị trường thuận lợi hơn. Mặc dù vậy, vẫn có doanh nghiệp phát hành thành công như Hoàng Anh Gia Lai với 650 tỷ đồng huy động được vào ngày 30/9/2008.

10.3.2 Trái phiếu chính phủ

Trong nhiều trường hợp, Chính phủ Việt Nam cũng tham gia thị trường tài chính thông qua phát hành các công cụ nợ của chính mình. Trái phiếu chính phủ là loại công cụ tương tự với T-bond của Hoa Kỳ. Cơ quan đầu mối chịu trách nhiệm liên quan phát hành trái phiếu chính phủ ở Việt Nam là Bộ Tài chính.

Trong cơ cấu của Bộ Tài chính, Vụ Ngân sách Nhà nước lên kế hoạch và xác định lượng vốn cần huy động từ nguồn trái phiếu chính phủ. Vụ Ngân hàng và các Tổ chức Tài chính tính toán, đề xuất mức lãi suất trái phiếu trên cơ sở bình quân gia quyền lãi suất huy động của nhóm ngân hàng thương mại nhà nước. Về sau này, mức lãi suất huy động của ngân hàng thương mại cổ phần có thị phần lớn cũng được cân nhắc sử dụng. Kho bạc Nhà nước là đơn vị đứng ra tổ chức phát hành.

Trường hợp đấu giá, thường với tín phiếu chính phủ (có kỳ hạn dưới 1 năm) được tổ chức tại thị trường mở của Ngân hàng Nhà nước.

⁸Kỳ hạn: 3 năm. Lãi suất trái phiếu là bình quân lãi suất tiền gửi tiết kiệm trả sau kỳ hạn 12 tháng của hội sở chính 4 ngân hàng tham chiếu tại thời điểm phát hành, cộng thêm tối đa 2%/năm. Tỷ lệ chuyển đổi trái phiếu với năm thứ nhất là 1:3 (1 trái phiếu đổi thành 3 cổ phiếu phổ thông), năm thứ hai 1:3, năm thứ ba 1:2. Biên độ biến động giá cổ phiếu: $\pm 30\%$ giá tính theo tỷ lệ chuyển đổi.

Trường hợp đấu thầu thì tổ chức trên thị trường chứng khoán. Kể từ ngày 2/6/2008, trái phiếu chính phủ được niêm yết tập trung duy nhất tại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội. Ngân hàng Phát triển Việt Nam (tiền thân là Quỹ Hỗ trợ phát triển) cũng tham gia phát hành trái phiếu chính phủ. Ví dụ như vào ngày 22/9/2008, Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội có thông báo ngân hàng này tổ chức đấu thầu 800 tỷ đồng trái phiếu chính phủ có kỳ hạn 10 và 15 năm.

Trái phiếu chính phủ ở Việt Nam có thời gian đáo hạn dài và giá trị mỗi đợt phát hành tương đối lớn. Khi sử dụng công cụ này, tính toán doanh thu tài chính ít được quan tâm do trong hầu hết các trường hợp, lợi suất tính toán không tính đến lạm phát thực tế và sự mất giá của đồng nội tệ. Đôi khi các biện pháp định giá hơi khác thường. Công cụ nợ an toàn nhất của Chính phủ lại có mức lợi suất cao hơn những trái phiếu doanh nghiệp có xác suất rủi ro lớn hơn nhiều, trong các điều kiện giống hệt nhau.

Xét trên khía cạnh thị trường tài chính, trái phiếu chính phủ là một loại tài sản mà công chúng có thể nắm giữ trong danh mục đầu tư của mình. Thị trường trái phiếu có thể chưa sôi động, nhưng sử dụng trái phiếu trong các danh mục đầu tư cá nhân để đa dạng hoá rủi ro là lựa chọn hợp lý.

Ở Việt Nam, giai đoạn 1997-1999 đã ghi nhận hàng trăm công ty quy mô lớn đổ tiền nhàn rỗi vào các phiên đấu thầu trái phiếu với hy vọng tìm kiếm lợi suất cao hơn so với các khoản thu nhập tài chính khác ngay trong thời gian khủng hoảng tài chính - tiền tệ châu Á. Xu hướng này lại trở dậy vào năm 2003-2004, các ngân hàng, công ty bảo hiểm tích cực mua trái phiếu chính phủ mặc dù tính thanh khoản không cao. Phần tiếp theo xem xét cận kề hơn một số khía cạnh quan trọng của thị trường này.

Lịch sử, hình thức phát hành, nhà đầu tư

Thị trường trái phiếu chính phủ Việt Nam được hình thành từ năm 1997. Trong năm này, duy nhất chỉ có trái phiếu chính phủ với thời gian đáo hạn 2 năm, và giá trị phát hành trong cả năm là 132 tỷ đồng (tương đương 11 triệu USD). Trong năm 1998, giá trị phát hành là 275 tỷ đồng. Năm 1999 không có đợt phát hành mới nào. Kể từ năm 2002 có thêm nhiều loại trái phiếu chính phủ với kỳ hạn dài 5, 10 và 15 năm

được phát hành ra thị trường, xem bảng 10.13.

Bảng 10.13: Phát hành TPCP: từ 1/2000 đến 3/2004

Loại	Số lượng (TP)	Lãi suất (%/năm)	Giá trị (triệu USD)	Lần phát hành
2 năm	8.080.000	7,7-8,1	51,79	10
5 năm	66.084.080	6,5-8,7	423,62	49
7 năm	150.000	8,0-8,1	0,96	2
10 năm	10.160.000	8,1-9,3	65,13	16
15 năm	7.593.000	8,59-9,99	486,73	53

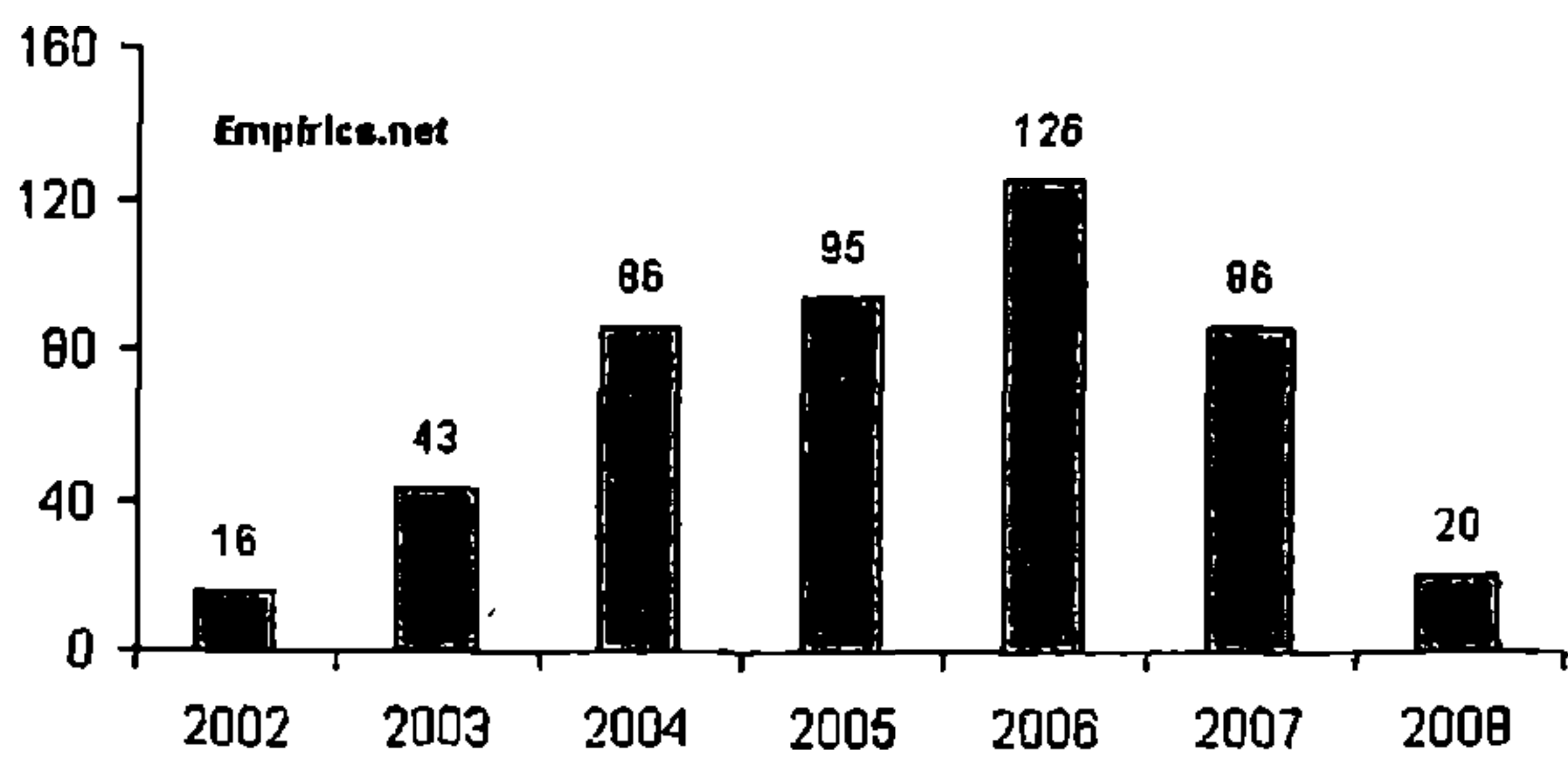
Nguồn: Tổng hợp từ UBCKNN và Bộ Tài chính

Không giống như trong mô hình tài chính kế hoạch hoá tập trung, trái phiếu chính phủ ngày càng đóng vai trò thiết yếu trong bức tranh kinh tế - xã hội rộng lớn. Chỉ từ ngày 26/1/2000 tới ngày 19/3/2004, đã có 130 đợt phát hành trái phiếu chính phủ, với các điều khoản và điều kiện khác nhau, được thực hiện thông qua hầu như tất cả các kênh phân phối.

Kết quả là, trên 160,4 triệu đơn vị trái phiếu, với mức vốn hoá vượt 1.028 tỷ USD đã được phát hành trong khoảng thời gian từ tháng 1/2000 đến tháng 3/2004. Con số này không thật lớn đối với các nền kinh tế phát triển, nhưng lớn tương đối ở Việt Nam nếu so sánh với GDP cả nước trong thời kỳ đó còn chưa đến 32 tỷ USD và tổng dòng FDI chảy vào năm 2003 chỉ xấp xỉ 3,1 tỷ USD. Tình huống này cho thấy sự thay đổi trong chính sách của Chính phủ: tạo nguồn ngân sách bằng cách vay nợ dân cư.

Đây chỉ là sự khởi đầu. Mục tiêu chiến lược của Chính phủ là tiếp tục những đợt phát hành rộng hơn nữa với kỳ hạn trái phiếu dài hơn. Kế hoạch phát hành trái phiếu đã trở nên quan trọng trong các chương trình nghị sự thường xuyên của Chính phủ. Trong 10 năm tới, các đợt phát hành sẽ tiếp tục tăng lên. Điều này cho thấy xu hướng vay nợ ngày càng tăng của Chính phủ.

Năm 2006 chứng kiến trái phiếu chính phủ được phát hành nhiều lần nhất trong thời kỳ 2002-2008, xem đồ thị 10.9. Tới năm 2008, trong bối



Hình 10.9: Số lần phát hành TPCP thời kỳ 2002-2008
Số thống kê cuối năm. Năm 2008 tính tới hết tháng 10.

cảnh khó khăn chung của kinh tế toàn cầu và vấn đề thanh khoản kém của hệ thống tín dụng, số lần phát hành trái phiếu chính phủ giảm đáng kể, chỉ bằng $\frac{1}{4}$ của năm trước. Đó là chưa kể tới những lần phát hành không thành công hoặc chỉ phát hành được một phần của kế hoạch dự kiến.

Ví dụ như tại phiên đấu thầu trái phiếu chính phủ do Kho bạc Nhà nước phát hành đợt thứ 16 của năm 2008 vào ngày 16/10/2008, khối lượng trái phiếu trúng thầu đạt 450 tỷ đồng, tương đương 90% khối lượng theo kế hoạch. Tại thời điểm đó, đây là kết quả rất khả quan. Ngày 31/10/2008, phiên đấu thầu trái phiếu chính phủ do Ngân hàng Phát triển Việt Nam phát hành chỉ có tỉ lệ thành công là 70% với kỳ hạn 3 năm và 63% với kỳ hạn 5 năm. Trước đó, trong nửa đầu năm 2008, nhiều phiên đấu thầu trái phiếu chính phủ có kết quả khối lượng trúng thầu bằng 0, tức là, trái phiếu chính phủ không phát hành được. Cụ thể như trong bảng:

Ngày	Gọi thầu	Bỏ thầu	Trúng thầu
25/04/2008	1000	50	0
20/05/2008	500	40	0
13/06/2008	500	0	0
11/07/2008	500	0	0

Đơn vị: tỷ đồng

Hiện tượng trái phiếu chính phủ phát hành không thành công xuất

hiện không chỉ một lần. Trong quý I/2009, Kho bạc Nhà nước thực hiện 3 đợt phát hành trái phiếu chính phủ với số tiền dự kiến huy động là 3.500 tỷ đồng. Kết quả thu về chỉ khiêm tốn là 100 tỷ đồng trái phiếu chính phủ kỳ hạn 2 năm được bán với mức lãi suất bằng lãi suất trần quy định 6,7%. Kết quả đấu thầu trái phiếu chính phủ do Kho bạc Nhà nước phát hành, được tổ chức vào ngày 16/4/2009 cho thấy nhiệm vụ huy động vốn không hề dễ dàng. 1.000 tỷ đồng trái phiếu chính phủ, chia đều cho hai loại kỳ hạn 2 năm và 3 năm được chào bán với các mức lãi suất trần lần lượt là 7,60%/năm và 7,90%/năm. Tuy nhiên, khối lượng trúng thầu vẫn là 0 tỷ đồng. Các mức lãi suất bỏ thầu thấp nhất là 8,20%/năm (kỳ hạn 2 năm) và 8,80%/năm (kỳ hạn 3 năm). Có khoảng cách khá lớn giữa lãi suất trần và lãi suất bỏ thầu.

Đối tượng nắm giữ trái phiếu chính phủ rất đa dạng, bao gồm các cá nhân, doanh nghiệp, ngân hàng, công ty bảo hiểm, quỹ đầu tư, v.v.. Tuy nhiên, những nhà đầu tư lớn nhất vẫn là các ngân hàng và công ty bảo hiểm. Thông thường, trái phiếu chính phủ có mệnh giá 100.000 đồng. Phương thức phát hành có thể là: (i) qua hình thức đấu thầu với những đối tượng tham gia chính trên thị trường sơ cấp, và người thắng thầu sẽ tái phân phối trái phiếu trong hệ thống bán lẻ của họ; hoặc (ii) bán trực tiếp cho các cá nhân thông qua một hệ thống phân phối của Vụ Ngân sách Nhà nước, và đôi khi với các cơ quan nhà nước tại địa phương.

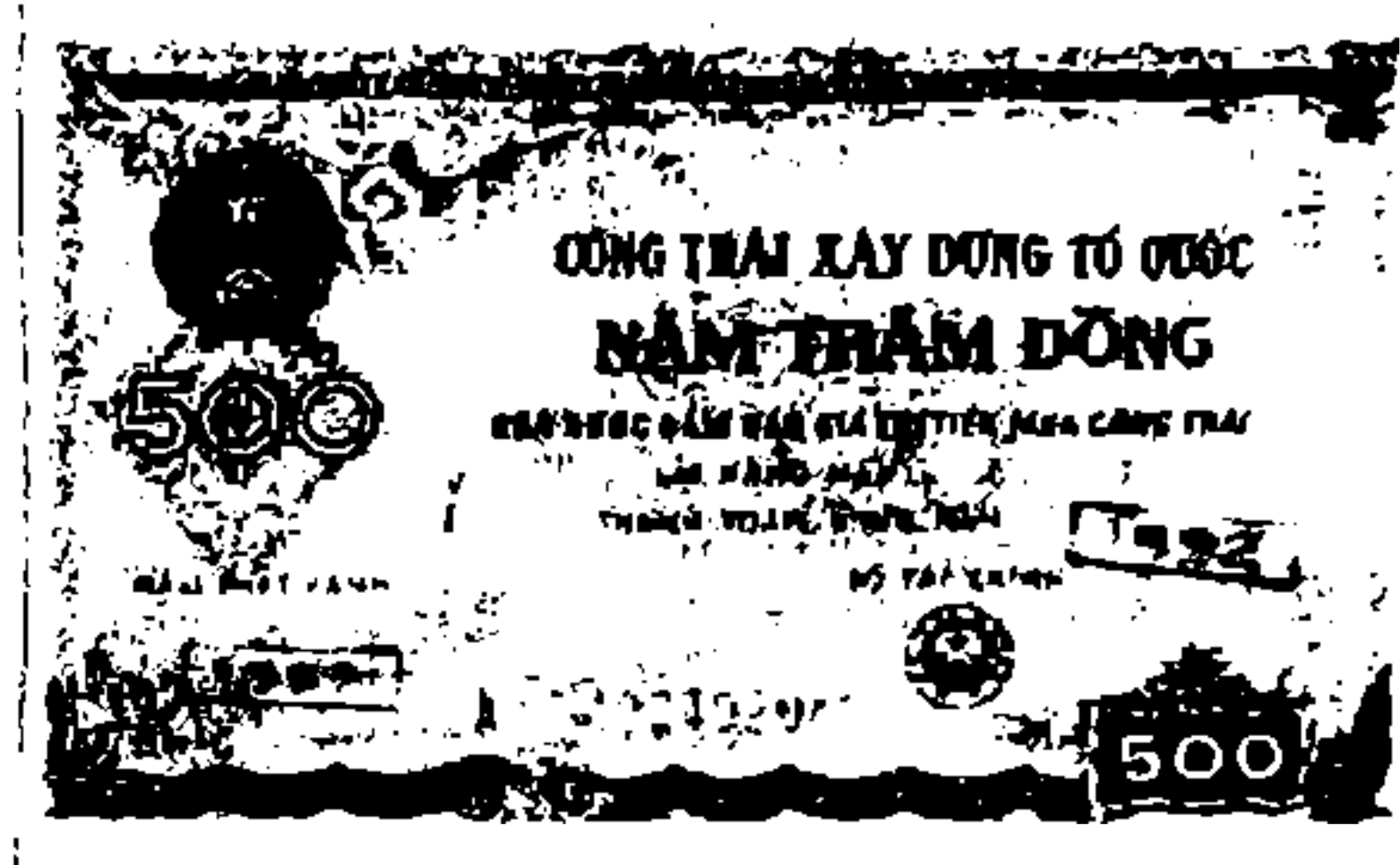
Trong những năm 1980, 1990, trái phiếu chính phủ còn được bán trực tiếp tới cá nhân dưới dạng các phong trào đóng góp xây dựng đất nước bằng công trái, xem hình 10.10. Thường thấy nhất là tiền mua công trái được trừ trực tiếp vào lương tháng của cán bộ, công nhân viên. Tại các địa phương, công tác vận động được giao tới cấp tổ dân phố. Khoảng từ sau năm 2005, hình thức này ít được sử dụng.

Với đặc điểm của nền kinh tế Việt Nam, trước hết, trái phiếu chính phủ có thể có giá trị rất lớn (so với quy mô của nền kinh tế Việt Nam), do đó, mỗi lượng trái phiếu chính phủ được phát hành thường thu hút nhiều sự quan tâm của giới tài chính và cũng có những tác động đáng kể ngay tới thị trường tài chính nói riêng và có khi là với toàn bộ nền kinh tế. Thứ hai, trong điều kiện khối lượng giao dịch rất lớn và sức mạnh kinh tế của Nhà nước, các mức lợi suất được ấn định có ảnh hưởng đáng kể tới môi trường kinh tế mà những tổ chức tài chính thương mại không

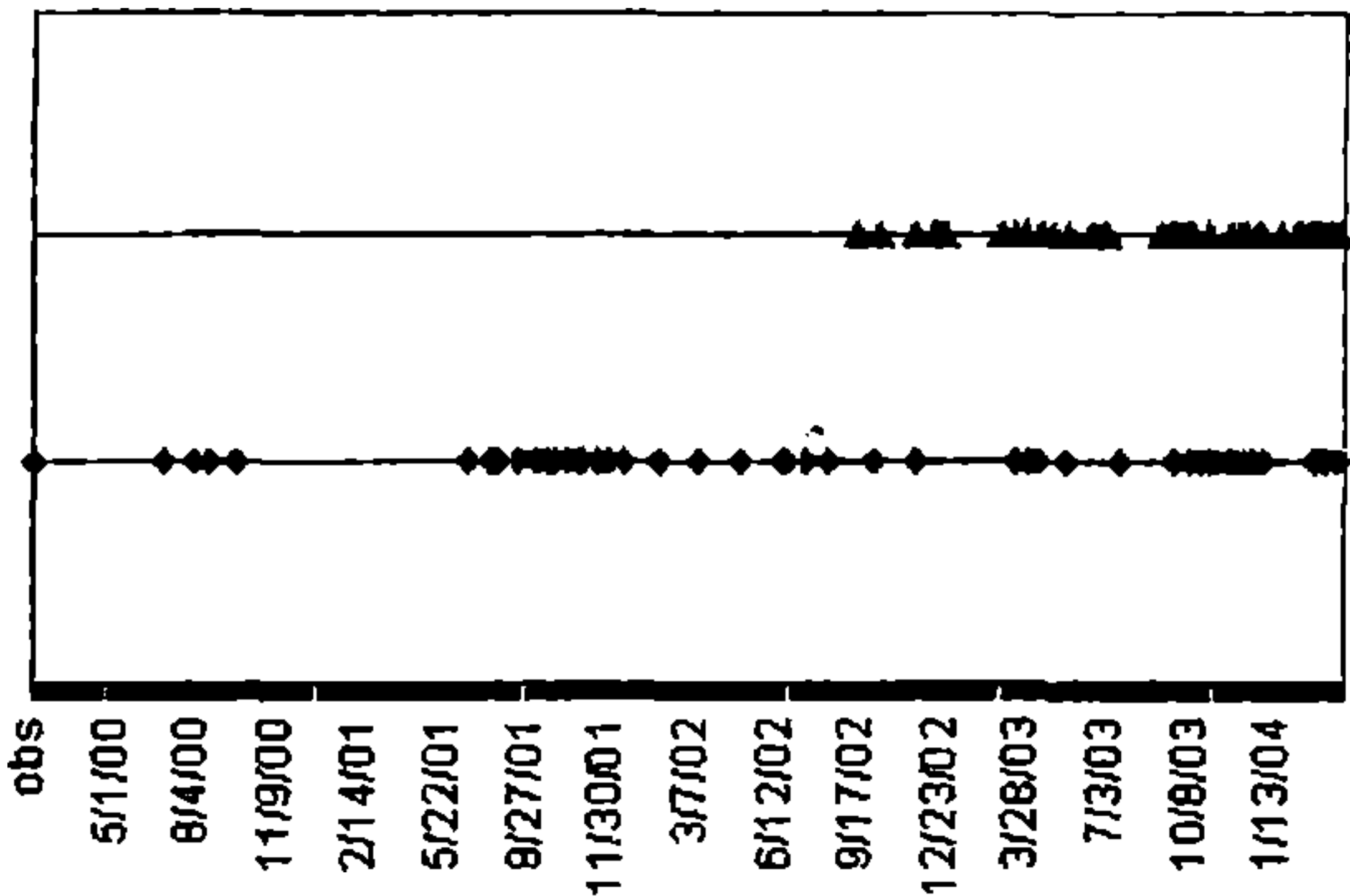
có sự lựa chọn nào khác ngoài việc quan sát thật kỹ lưỡng.

Khảo sát đặc tính trái phiếu chính phủ

Trái phiếu chính phủ ở Việt Nam có ba đặc tính đáng kể. Thứ nhất, về tần suất các đợt phát hành, trái phiếu có thời hạn 5 và 15 năm được phát hành thường xuyên nhất, nhưng thời điểm phát hành đôi khi không ấn định. Có đợt Chính phủ phát hành rất khẩn trương, đôi khi lại có vẻ “thư thái” hơn.



Hình 10.10: Công trái năm 1987

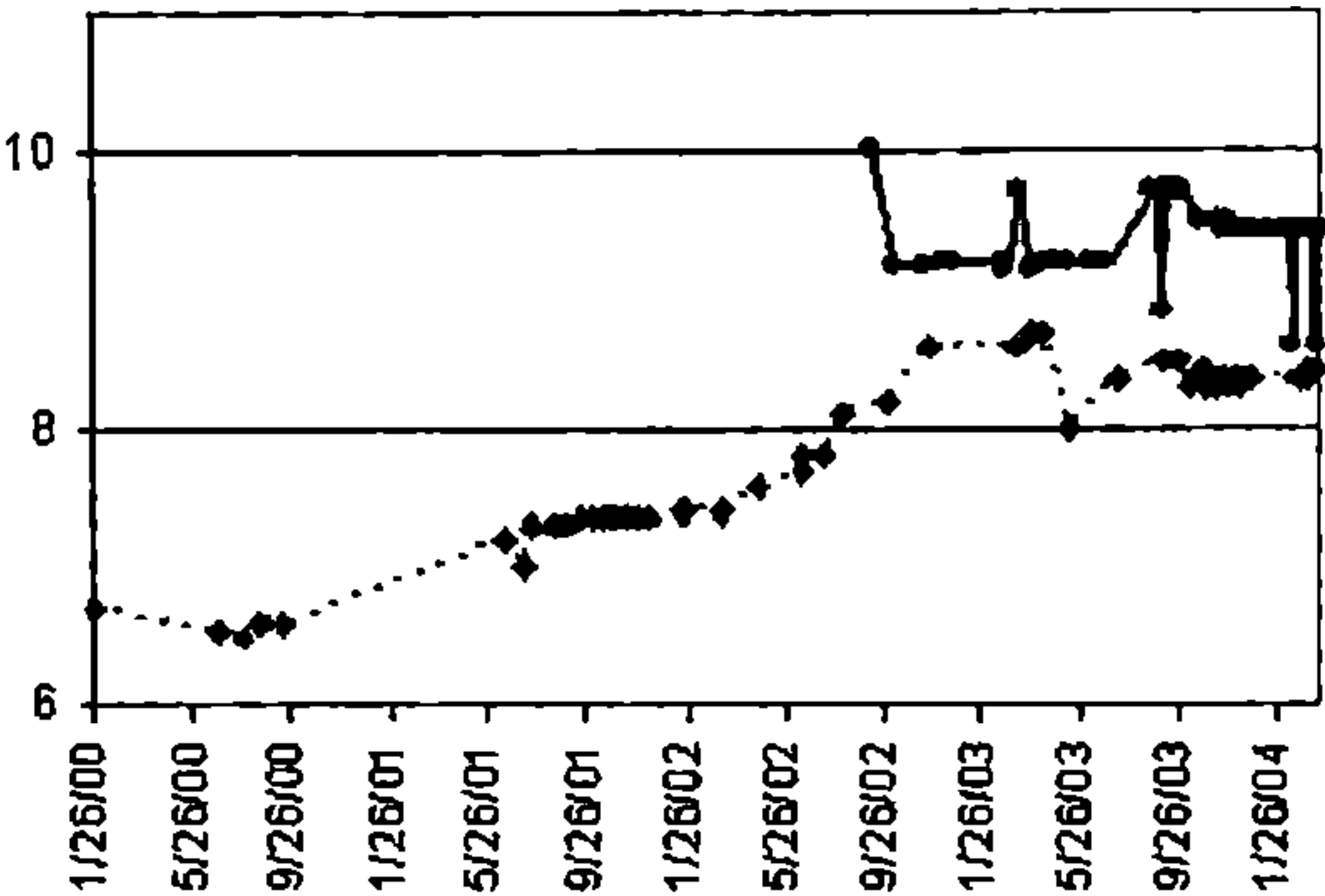


Hình 10.11: Tần suất phát hành TPCP, từ 5/2000 đến 5/2004
Đường trên: TPCP kỳ hạn 15 năm. Đường dưới: TPCP kỳ hạn 5 năm.

Trong khoảng thời gian 1.081 ngày quan sát (đồ thị hình 10.11), cứ 8,33 ngày lại có một đợt phát hành trái phiếu chính phủ - thật bất thường. Một tần suất cao. Hình ảnh trên đồ thị còn cho thấy mức độ tập trung dày đặc trong 6 tháng cuối năm. Từ năm 2002 trở về trước, trái phiếu chính phủ kỳ hạn 15 năm chưa xuất hiện. Những đợt phát hành dày đặc các trái phiếu có kỳ hạn dài hơn, như 15 năm, xuất hiện nhiều trong khoảng thời gian ngắn. Mặt khác, đôi khi lại hầu như không có

đợt phát hành mới nào. Trong những khoảng thời gian khác, lại có một số lượng đáng kể trái phiếu được phát hành với không nhiều những cân nhắc và đánh giá về nhu cầu sử dụng nguồn vốn. Đây thường là các đợt phát hành được chuẩn bị nhanh chóng và thực hiện ít ngày sau một đợt phát hành được coi là thành công, tức là lượng đặt mua, ở mức lãi suất cao hơn dự kiến, vượt quá khối lượng phát hành.

Thứ hai, lợi suất trái phiếu chính phủ biến động rất lớn. Hai đặc tính không được mong đợi của lợi suất trái phiếu là: (a) Không có sự tương quan giữa trái phiếu 5 năm và các kỳ hạn dài hơn. Xu hướng đi lên đối với trái phiếu kỳ hạn 5 năm là rất rõ, nhưng xu hướng của trái phiếu các kỳ hạn 10 năm, 15 năm rất lộn xộn; và, (b) Lợi suất của trái phiếu kỳ hạn 1 năm trong 17 tháng (từ 4/2002 đến 9/2003) dao động không theo quy luật trong khi không có sự kiện kinh tế bất thường nào diễn ra trong thời gian này (xem hình 10.12).



Hình 10.12: Biến động lợi suất TPCP (%) từ 1/2000 đến 1/2004
Đường trên: TPCP kỳ hạn 15 năm. Đường dưới: TPCP kỳ hạn 5 năm.

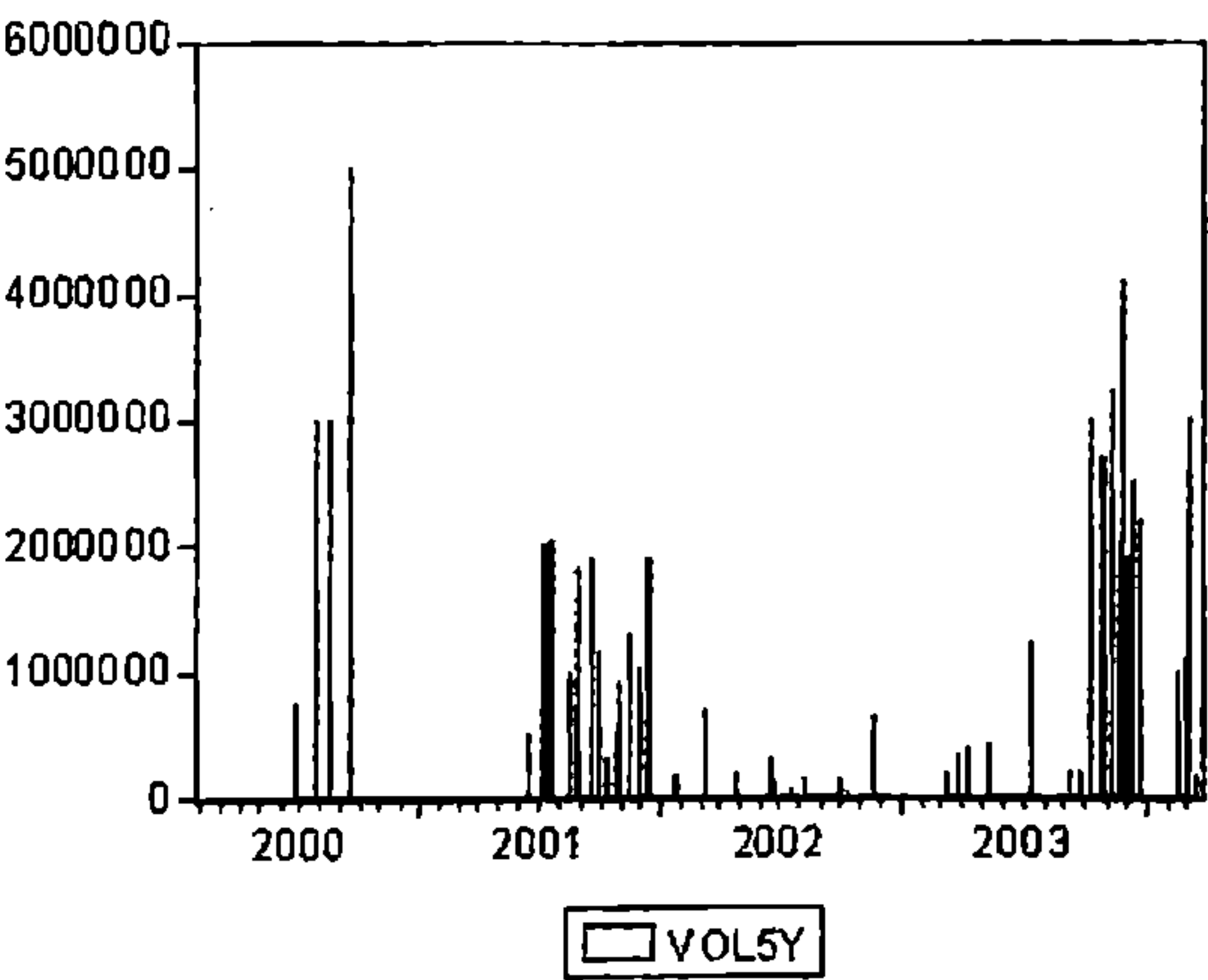
Lợi suất trái phiếu, thước đo phản ánh mức bồi thường đối với người cho vay, cho thấy 3 vấn đề chính: (i) Mức dao động lợi suất của các trái phiếu cùng kỳ hạn và các kỳ hạn khác nhau dường như là quá nhiều và quá thường xuyên. (ii) Xu hướng lợi suất, ví dụ 5 năm và 15 năm, qua thời gian dường như không phù hợp với quy luật chung. Mặc dù có dao

động chút ít nhưng xu hướng chung của lợi suất đối với trái phiếu 15 năm là đi xuống.

Tuy nhiên, xu hướng lợi suất của trái phiếu 5 năm lại đi lên. Đây là một nghịch lý, bởi vì nếu xét đến rủi ro của đầu tư dài hạn hơn, điều ngược lại phải xảy ra. (iii) Đôi khi xảy ra tình trạng trái phiếu được định giá không hợp lý, có thể quan sát thấy chênh lệch lợi suất trở nên không đáng kể, gây ra rủi ro suy xét kỳ hạn không thích hợp.

Nhìn chung, chênh lệch lợi suất rất nhỏ mặc dù môi trường kinh tế của Việt Nam đang có nhiều thay đổi, trái phiếu dài hạn sẽ hứng chịu rủi ro cao hơn.

Đặc trưng đáng chú ý nữa là thay đổi giá trị phát hành. Giá trị phát hành tăng giảm đột ngột được minh họa rất rõ trong đồ thị hình 10.13. Nguyên nhân có thể do chính sách phát hành và quá trình lên kế hoạch chưa thực sự hoàn chỉnh. Điều này rõ ràng ảnh hưởng bất lợi tới tính thanh khoản của trái phiếu.



Hình 10.13: Biến động khối lượng TPCP giai đoạn 2000-2004
Đơn vị: triệu đồng. Kỳ hạn 5 năm

Cuối cùng, doanh nghiệp nhà nước và ngân hàng thương mại nhà nước là các nhà đầu tư chủ chốt trên thị trường trái phiếu. Đây cũng

là một điều không bình thường. Doanh nghiệp nhà nước và ngân hàng thương mại nhà nước là những thực thể được Nhà nước điều hành, nhưng cần phải tự kinh doanh và tìm cơ hội đầu tư cho chính mình. Tiền đầu tư vào trái phiếu chính phủ có thể là một cách.

Tuy nhiên, phụ thuộc nặng nề vào trái phiếu và đặt quá nhiều tiền vào trái phiếu có thể dẫn câu chuyện theo một hướng hoàn toàn khác, đó là không có nhiều cơ hội dành cho họ, vì vậy những công cụ đầu tư an toàn này trở thành giải pháp cuối cùng. Một viễn cảnh thứ hai, khá hơn, nhưng vẫn đáng lo ngại, đó là các doanh nghiệp nhà nước và ngân hàng thương mại nhà nước giữ lại trái phiếu chính phủ lúc này và sau đó bán lại. Mặc dù họ có thể tạo ra một chút lợi nhuận nếu thành công, nhưng nếu tìm hiểu cho kỹ thì quả thật không có nhiều cơ hội tăng trưởng trong nền kinh tế.

Để tìm hiểu về lợi suất trái phiếu cần xem xét cụ thể hơn cơ chế ấn định giá trái phiếu. Cơ quan có thẩm quyền quyết định vấn đề này là Bộ Tài chính, với các đơn vị trực tiếp tham gia là Vụ Ngân sách Nhà nước và Vụ Ngân hàng và các Tổ chức tài chính. Theo lý thuyết, nhiệm vụ xác định mức lợi suất hợp lý đối với một trái phiếu nhất định là rất rõ ràng. Nhưng trên thực tế thì không phải vậy.

Dưới áp lực phải huy động đủ nguồn vốn theo thời hạn kế hoạch, Bộ Tài chính tập trung sự quan tâm vào thực tế rằng, công tác phát hành trái phiếu chính phủ sẽ chỉ thuận lợi khi những lợi ích kinh tế từ việc nắm giữ trái phiếu chính phủ hoàn toàn sáng tỏ. Điều này, gần như hoàn toàn dựa vào mức lãi suất của từng lần phát hành.

Đã từng có trường hợp trái phiếu chính phủ có lợi suất cao hơn cả lãi suất ngân hàng, mặc dù, vay nợ của ngân hàng đương nhiên được xem như rủi ro hơn nhiều so với vay nợ của Chính phủ. Đây là một nghịch lý có thật trong giai đoạn chuyển đổi cơ chế quản lý kinh tế. Một kết luận đơn giản rút ra từ quá trình xác định lợi suất trái phiếu chính phủ: không có quy tắc nào đối với nhiệm vụ “khó khăn” này.

Một thực tế đáng lưu ý khác là các nhà đầu tư vào trái phiếu chính phủ. Như đã trình bày ở trên, nhà đầu tư hầu hết là các ngân hàng thương mại nhà nước như VCB, Agribank, các công ty bảo hiểm như Bảo Việt, Bảo Minh, Prudential, v.v.. Ngoại trừ trường hợp của các công ty bảo hiểm, các vụ đầu tư của các ngân hàng vào trái phiếu chính phủ

từ lâu đã gây tranh cãi.

Một mặt, nó có thể là một vụ đầu tư “béo bở” với 8-9% thu hồi từ những trái phiếu an toàn, so với từ 9-11% thu hồi do đầu tư vào những thương vụ cho vay đầy rủi ro. Mặt khác, sự tồn tại của trái phiếu chính phủ ở chừng mực nào đó phá huỷ sự phân bổ hiệu quả những nguồn quỹ quý hiếm khiến chúng không được phân bổ đến những khu vực làm ăn hiệu quả. Không khó để có câu trả lời dứt khoát về ưu tiên dành cho Chính phủ với những lá chắn bảo đảm hơn rất nhiều so với cho tư nhân vay (nhiều rủi ro hơn), trong khi chính sách lãi suất đã khá nghiêm ngặt. Trên thực tế, tình huống này càng trở nên rủi ro hơn nếu chú ý rằng hầu hết những nhà đầu tư trái phiếu trong trường hợp này là các đơn vị thuộc sở hữu nhà nước.

Phương thức giao dịch trái phiếu

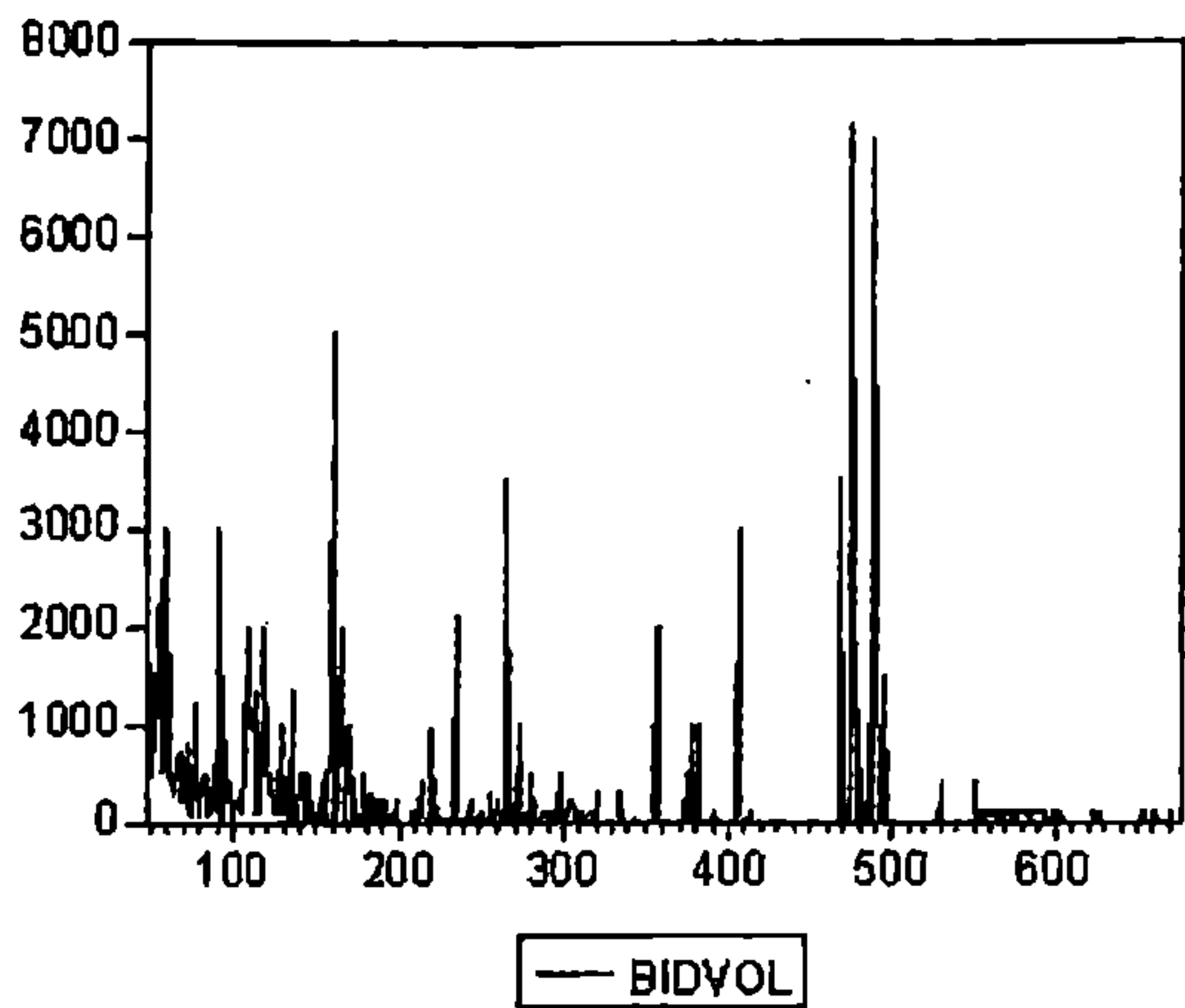
Xét theo khía cạnh tổ chức, các trái phiếu được niêm yết cũng tuân theo các quy định điều chỉnh hoạt động chứng khoán. Giao dịch trái phiếu có 2 loại chính: (a) giao dịch thông thường qua cơ chế khớp lệnh tập trung; và (b) phương pháp thỏa thuận. Cho đến nay, các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán không mấy mặn mà với giao dịch trái phiếu.

Để chứng minh, chúng ta quan sát lịch sử giao dịch trái phiếu được niêm yết đầu tiên trên thị trường chứng khoán do Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam phát hành, như trong hình 10.14.

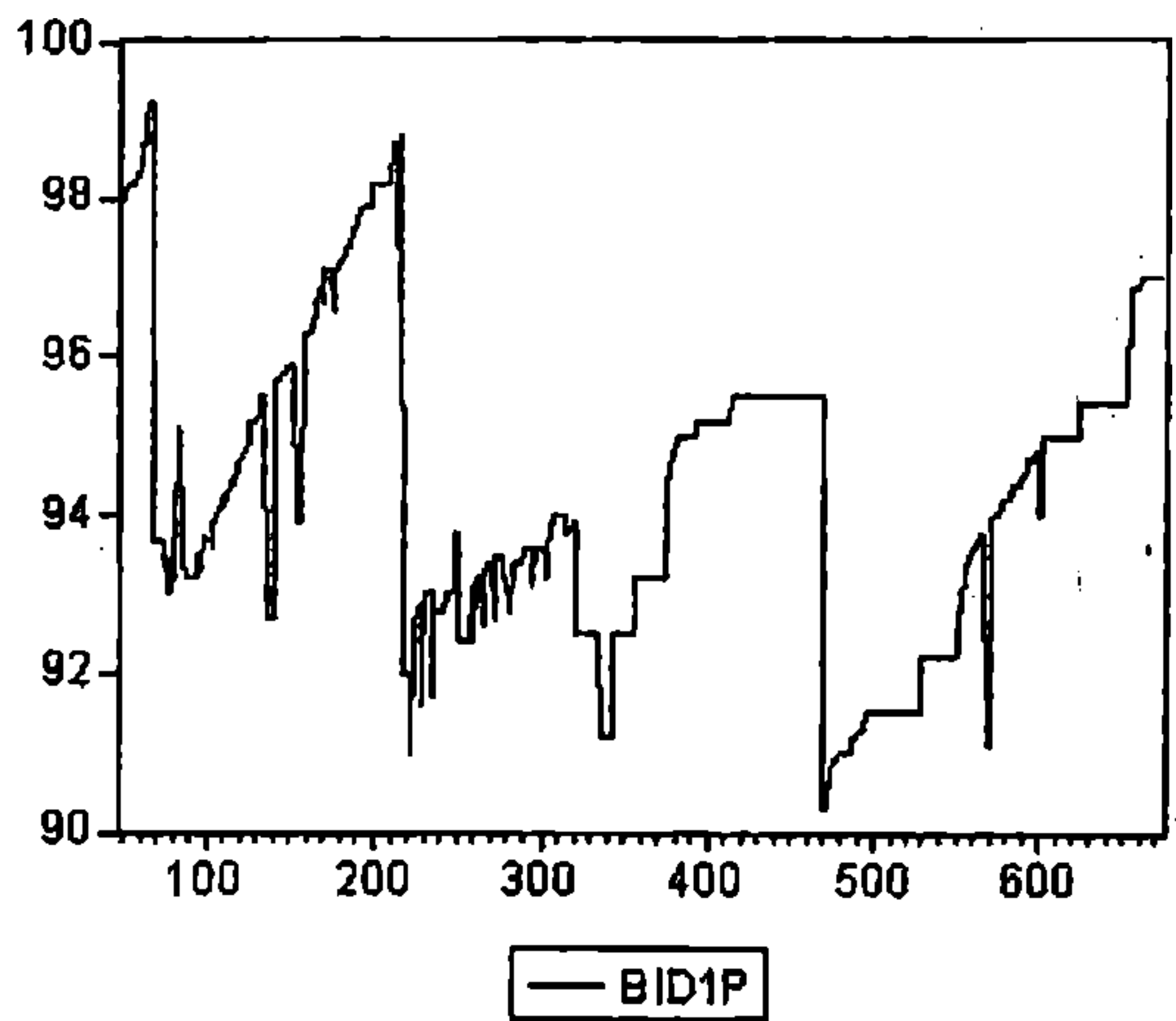
Điểm đáng lưu ý là các đỉnh và đáy của giá không liên quan gì đến môi trường kinh tế hay thị trường. Đơn giản vì sau thời kỳ giao dịch tẻ nhạt, một số lượng trái phiếu rất nhỏ có thể được đưa vào thị trường và được khớp với mức giá đóng cửa cao bất ngờ như hình 10.15 thể hiện.

Hình thức giao dịch trái phiếu thỏa thuận thực sự gây ngạc nhiên. Theo số liệu thống kê từ 1/1/2003 đến 1/1/2004, tổng số giao dịch trái phiếu thông qua thỏa thuận chỉ là 89. Tuy nhiên, số lượng trái phiếu đã được giao dịch theo phương thức này xấp xỉ 22.672.368 trái phiếu trong thời gian 12 tháng.

Vậy đâu là những nhân tố đứng đằng sau sự bùng nổ giao dịch thỏa thuận trái phiếu này? Có thể liệt kê một số nhân tố sau: (i) Trong thời gian 2003-2004, khoảng 130 trái phiếu mới đã được niêm yết trên Trung tâm Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh, hầu hết là



Hình 10.14: Khối lượng giao dịch trái phiếu BIDV
Đơn vị: trái phiếu



Hình 10.15: Giá giao dịch trái phiếu BIDV

trái phiếu chính phủ; (ii) Các mức lãi suất giảm xuống trong hai năm 2003-2004, nhưng nhu cầu vốn của Chính phủ vẫn tăng lên, do đó dẫn tới nghịch lý là lợi suất trái phiếu chính phủ khá hấp dẫn và “béo bở” đối với những tổ chức tài chính trả lãi cố định như công ty bảo hiểm nhân thọ; (iii) Rất nhiều ngân hàng thương mại nhà nước và tổ chức tài chính phi ngân hàng đang cố gắng cải thiện chất lượng danh mục đầu tư, và tận dụng ưu điểm của lãi suất tiền gửi thấp, lúc này lợi suất cao của trái phiếu chính phủ rõ ràng là cơ hội hấp dẫn.

Thị trường trái phiếu đang dần trở nên quen thuộc với người dân và các tổ chức ở Việt Nam. Tuy nhiên, các giao dịch nhìn chung không hấp dẫn, mặc dù các thỏa thuận cá nhân có thể được thực hiện với một lượng tiền rất lớn.

Trong tương lai gần, thị trường trái phiếu chắc chắn sẽ phát triển và chiếm một phần lớn trong giao dịch chứng khoán. Trong nỗ lực hội nhập toàn cầu, trái phiếu chính phủ Việt Nam cũng đã được phát hành trên thị trường thế giới và được cộng đồng tài chính quốc tế đón nhận.

Phát hành quốc tế trái phiếu chính phủ Việt Nam

Ngày 28/10/2005, tại thị trường chứng khoán New York, Việt Nam lần đầu tiên phát hành thành công 750 triệu USD trái phiếu chính phủ cho các nhà đầu tư quốc tế. Tổng cộng có 255 nhà đầu tư tham gia đợt phát hành với số tiền đặt mua lên tới 4,5 tỷ USD, gấp 6 lần lượng phát hành.

Theo kế hoạch ban đầu, lượng trái phiếu dự kiến phát hành là 500 triệu USD nhưng trước thực tế thị trường đã được điều chỉnh tăng lên gấp 1,5 lần. Lãi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam trong đợt phát hành này được điều chỉnh giảm xuống mức 7,125% thay cho mức dự tính là 7,250%. Lãi suất này cao hơn so với trái phiếu kho bạc Hoa Kỳ tại cùng thời điểm: 4,561% với kỳ hạn 10 năm; thấp hơn trái phiếu tương đương của Philippines (8,09%) và Indonesia (7,75%).

Phát hành quốc tế trái phiếu chính phủ năm 2005 là bước đầu tiên giúp Việt Nam bước vào thị trường tài chính quốc tế. Các nhà đầu tư đặt mua trái phiếu Việt Nam với khối lượng lớn chủ yếu đến từ châu Á, châu Âu và Hoa Kỳ. Sự đón nhận nhiệt tình của các nhà đầu tư nước ngoài xuất phát từ niềm tin vào tương lai sáng sủa của nền kinh tế Việt Nam với những thành công tích lũy được từ thời kỳ Đổi Mới.

Trước thời điểm diễn ra sự kiện này, Việt Nam chưa từng phát hành trái phiếu quốc tế nên các công ty trong nước (bao gồm cả các công ty nhà nước) không biết phải đưa mức lãi suất là bao nhiêu mỗi khi cần huy động vốn từ bên ngoài quốc gia. Do vậy, mức giá trái phiếu chính phủ được xác định trên thị trường New York đã hình thành một mốc chuẩn để các doanh nghiệp trong nước tham khảo trong những lần phát hành về sau.

Tháng 6/2007, Chính phủ thông qua nghị quyết phát hành 1 tỷ USD trái phiếu ra thị trường vốn quốc tế với thời hạn từ 15 đến 20 năm cho Tập đoàn Dầu khí, Tổng công ty Hàng hải, Tổng công ty Sông Đà và Tổng công ty Lắp máy (Lilama) vay lại để đầu tư các dự án. Trước những biến cố kinh tế 2007-2008, kế hoạch này được tạm hoãn lại. Tuy nhiên, trái phiếu chính phủ bằng đồng USD lần đầu tiên được phát hành trong nước vào đầu năm 2009 như một liều thuốc thử phản ứng của thị trường tài chính Việt Nam.

300 triệu USD trái phiếu chính phủ được đưa ra đấu giá tại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội với khối lượng chia đều cho ba loại kỳ hạn 1 năm, 2 năm và 3 năm. Kết quả đấu thầu cho thấy, thị trường hào hứng hơn với trái phiếu chính phủ có kỳ hạn ngắn trong bối cảnh thị trường tài chính quốc tế được dự báo còn nhiều chuyển động bất ngờ. Một điểm đáng chú ý khác là khoảng cách lãi suất được điều chỉnh tới 0,60% chỉ trong vòng 7 ngày.⁹

Bảng 10.14: Phát hành TPCP bằng USD tại Việt Nam

Kỳ hạn	Khối lượng (triệu USD)		Tham dự	Lãi suất trúng thầu (%/năm)
	Đặt thầu	Trúng thầu		
3 năm	362,1	50,10	7	3,60
2 năm	494,0	80,01	13	3,20
1 năm	760,0	100,00	30	3,00

Nguồn: Dan Houtte, Vuong & Partners, HASTC

Trong Dự thảo về Nghị định quản lý phát hành quốc tế trái phiếu doanh nghiệp được xây dựng năm 2008, Bộ Tài chính đặt ra một số điều

⁹Trái phiếu kỳ hạn 1 năm đấu thầu ngày 24/3/2009, lãi suất trúng thầu 3,00%/năm. Trái phiếu kỳ hạn 3 năm đấu thầu ngày 31/3/2009, lãi suất trúng thầu 3,60%/năm.

kiện yêu cầu doanh nghiệp phải thỏa mãn, trong đó, quy mô mỗi đợt huy động không được dưới 200 triệu USD. Doanh nghiệp phát hành tuân thủ nguyên tắc tự vay, tự trả, tự chịu trách nhiệm về hiệu quả sử dụng vốn huy động được.

10.3.3 Một số kết luận về thị trường trái phiếu

Chỉ trong một khoảng thời gian ngắn, thị trường tài chính Việt Nam đã có những bước tiến dài và sẽ tiếp tục phát triển hơn nữa trong đà đi lên của nền kinh tế Việt Nam. Điều này là rất đáng kể nếu thấy rằng quá trình chuyển đổi của kinh tế Việt Nam chỉ bắt đầu từ giữa những năm 1980. Rõ ràng nền kinh tế của chúng ta có độ trễ xa so với các nền kinh tế đang phát triển trong khu vực như Thái Lan, Singapore hay Malaysia và thị trường tài chính nhìn chung vẫn trong tình trạng bắt đầu hình thành. Tuy nhiên, bằng việc bám chắc lộ trình cải cách và hội nhập kinh tế thế giới, Việt Nam hầu như không có lựa chọn nào khác ngoài việc tiếp tục tận dụng những nguồn lực hạn chế, bao gồm xây dựng một nền kinh tế tài chính có các chức năng tốt hơn. Như vậy ảnh hưởng sâu rộng của thị trường tài chính tới nền kinh tế hiện đại đã rõ, và những bài học thực tế trong những năm qua là rất có giá trị.

Vấn đề mấu chốt nằm ở việc không có đủ những hiểu biết toàn diện và chuyên sâu về chức năng của một thị trường tài chính tiêu chuẩn cũng như sự phù hợp với đặc điểm riêng biệt của Việt Nam. Tiếp tục những nghiên cứu tìm hiểu về các phát triển mới nhất của thị trường chứng khoán, những bước cải thiện của hệ thống ngân hàng và cấu trúc của thị trường tài chính, xét trên khía cạnh quy định và chức năng, cần được coi như một trong những nhiệm vụ ưu tiên trong nỗ lực phát triển hệ thống tài chính quốc gia.

Các nhà hoạch định chính sách và cả giới đầu tư, kinh doanh đều đang thiếu những kiến giải sâu sắc và nhận định chính xác về cơ chế hoạt động cũng như xu thế dịch chuyển của kinh tế Việt Nam. Nhiệm vụ này, cần do những đơn vị nghiên cứu độc lập, có đủ năng lực và đáng tin cậy đảm nhiệm. Đáng tiếc, những nguồn cung cấp hiểu biết như vậy còn rất thiếu trong hoàn cảnh hiện tại của Việt Nam.

Trong điều kiện xuất hiện những dấu hiệu sớm về đầu cơ, thị trường

chúng khoán non nớt của Việt Nam sẽ cần nhiều sự điều chỉnh hơn và những hiểu biết trọn vẹn để vận hành một cách kinh tế và hiệu quả. Chúng khoán cần trở thành một tài sản chứ không phải là nghĩa vụ của nền kinh tế. Hiểu biết có giới hạn từ cả cơ quan quản lý và dân chúng về chức năng của thị trường tài chính, về giá cả tài sản tài chính thực sự là cản trở đối với sự phát triển trong tương lai và tính an toàn của cơ chế đầu tư.

Các điều kiện kinh tế ở Việt Nam đã được ổn định dần qua thời gian, sau nỗ lực chuyển đổi từ mô hình kinh tế kế hoạch hóa tập trung sang kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa. Đây là bằng chứng cho thấy nền kinh tế đã qua khỏi điểm ì quán tính, đang hình thành những động lực kinh tế mới mặc dù chặng đường khó khăn vẫn còn ở phía trước. Các chỉ số kinh tế tăng trưởng cho thấy nền kinh tế tiếp tục giữ được nhịp độ tăng trưởng, với tốc độ tăng trưởng GDP thực tế chỉ đứng thứ hai sau Trung Quốc ở châu Á, ngay cả sau cuộc khủng hoảng tài chính 1997-1998.

Xu hướng và nhân tố ảnh hưởng đến sự phát triển thị trường trái phiếu

Những phân tích xa hơn chỉ ra rằng không phải mọi thứ đều đúng với xu hướng đi lên như vậy. Các nguồn lực tài chính tiếp tục bị nghiêng về khu vực nhà nước, mặc dù những điều chỉnh gần đây đã góp phần chuyển sang huy động nguồn vốn xã hội nhiều hơn.

Xu hướng tăng trưởng được nhận thấy rất rõ ràng. Tăng trưởng có thể được thấy ở tất cả các lĩnh vực của nền kinh tế, từ nhập khẩu - xuất khẩu đến những động học tạo ra tiền, tới năng lực sản xuất quốc dân. Cả FDI và đầu tư tư nhân đều đóng góp đáng kể cho tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế. Tuy nhiên, sự ổn định của dòng FDI chảy vào dường như yếu hơn đầu tư tư nhân. Nhìn chung, độ phân tán xung quanh giá trị trung bình của tăng trưởng FDI là 31% (độ lệch chuẩn), trong khi giá trị này với dòng đầu tư tư nhân chưa bằng một nửa (13%).

Không thể bỏ qua câu hỏi “làm thế nào mà khu vực tư nhân vẫn tăng trưởng trong điều kiện ít nhận được những trợ giúp chính thức trong nền kinh tế (ngoài việc được tự do hơn)?”.

Câu trả lời có lẽ nằm ở hệ thống tài trợ tư nhân vận hành bên trong khu vực này. Phương thức tài trợ tư nhân vốn “ngoan cường” ngay cả

trong nền kinh tế chỉ huy, đã chứng tỏ hiệu quả của mình trong điều kiện các nguồn lực có hạn. Điều bị thiếu trong bức tranh đó là khu vực tư nhân ngày càng phát triển, và các thành phần của nền kinh tế sớm hay muộn cũng sẽ yêu cầu một thị trường tài chính có tổ chức và mang tính thương mại cao hơn để thực sự phục vụ cho khu vực kinh tế tư nhân năng động.

Câu hỏi về lợi suất trái phiếu

Thị trường trái phiếu ở Việt Nam ngày càng năng động hơn với 507 loại trái phiếu niêm yết tại HaSTC tính đến ngày 10/11/2008. Với sự thay đổi của Chính phủ trong việc lựa chọn phát hành trái phiếu làm phương tiện huy động ngân sách, thị trường sẽ còn phát triển nhanh hơn.

Mặc dù vậy, để duy trì xu thế phát triển của thị trường tài chính, tổ chức phát hành trái phiếu có những vấn đề cần sớm giải quyết. Bài toán ấn định lợi suất trái phiếu cần có lời giải. Cho tới tận cuối năm 2008, trên thực tế, có rất ít cơ sở để lập luận cho sự chênh lệch lãi suất nhỏ giữa trái phiếu trung hạn (5 năm) và dài hạn (15 năm).

Độ dao động lớn của lợi suất trong một khoảng thời gian ngắn, giống như trong trường hợp trái phiếu kỳ hạn 10 năm, cũng có thể đưa ra các tín hiệu hỗn hợp cho thị trường, và khiến việc định giá trở nên kém hợp lý hơn. Trong một số trường hợp, lợi suất của trái phiếu 5 năm và 10 năm còn không khác nhau. Đây thực tế là một sai sót của hệ thống định giá.

Liên quan đến lợi suất trái phiếu, cuối cùng cần lưu ý rằng trái phiếu chính phủ với lợi suất cao có thể phá huỷ nghiệp vụ cho vay. Do đó, không nên nói rằng lợi suất ngân hàng cao, mà trên thực tế, những khoản cho vay đầy rủi ro của ngân hàng có lãi suất không khác nhiều so với lợi suất trái phiếu chính phủ. Điều này trên thực tế dẫn đến một số ngân hàng thương mại nhà nước “giàu” vốn đầu tư vào trái phiếu, lôi kéo các nguồn quỹ ra khỏi khu vực sản xuất hay dịch vụ tư nhân.

Vai trò của hệ thống tài chính vận hành tốt

Trong số rất nhiều vai trò cực kỳ quan trọng của thị trường tài chính, có ba vai trò nổi bật nhất, là dấu hiệu cho thấy hệ thống tài chính được triển khai đúng cách.

Thứ nhất, mở rộng tín dụng và cổ phần đối với hầu hết các khu vực

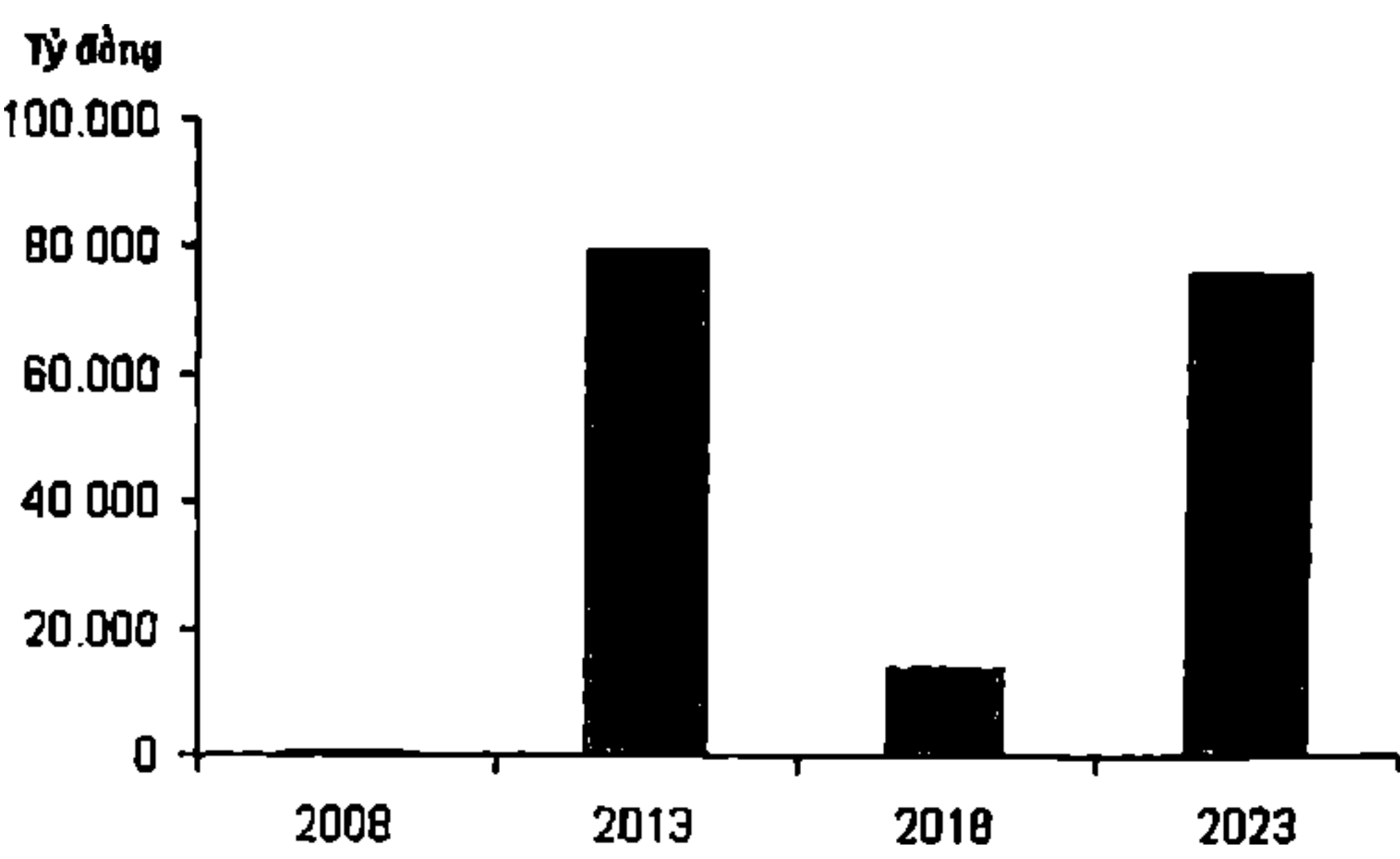
kinh doanh hiệu quả, đặc biệt là kinh tế tư nhân nội địa. *Thứ hai*, giảm chi phí vốn và chi phí giao dịch - những loại chi phí vốn đang bị bơm phồng do sự khan hiếm vốn giả tạo và quá trình tạo tiền “yếu” của nền kinh tế. *Thứ ba*, cải thiện tính thanh khoản và các công cụ quản lý rủi ro đối với những nhà đầu tư tiềm năng. Sự cải thiện này có thể được thực hiện với sự giúp đỡ lớn của thị trường chứng khoán được thành lập và vận hành tốt.

Thị trường trái phiếu mới ra đời được một thời gian ngắn. Trái phiếu doanh nghiệp đang hình thành, còn trái phiếu công trình mang ít bản chất thương mại. Trong những năm gần đây, trái phiếu chính phủ dần trở thành tài sản quan trọng đối với cả hoạt động kinh doanh và đầu tư dài hạn. Tăng trưởng của thị trường trái phiếu chính phủ có thể được thấy qua các đợt phát hành mới, với giá trị lớn, và thời gian đáo hạn đa dạng. Nếu trong năm 1997, trên thị trường chỉ có trái phiếu kỳ hạn 2 năm, thì giai đoạn 2002-2004 đã có 130 loại trái phiếu mới được phát hành, với kỳ hạn từ 5 năm đến 15 năm. Nếu tổng giá trị của trái phiếu năm 1997 và 1998 chỉ là 11 và 22 triệu USD, thì con số này trong giai đoạn 2000-2004 lên tới trên 1 tỷ USD. Thành quả này rất đáng ghi nhận và cho thấy một sự thay đổi ngoạn mục trong dòng tiền mặt của Chính phủ.

Rõ ràng, trái phiếu sẽ trở thành một công cụ huy động quỹ chính của Chính phủ trong thời gian tới. Tuy nhiên, điều đó không xảy ra với chi phí bằng không. Tăng cường phát hành trái phiếu luôn dẫn đến câu hỏi về hiệu quả quản lý và khả năng trả nợ của Chính phủ.

Thị trường trái phiếu đã, đang và sẽ tiếp tục tăng trưởng nhanh. Mặc dù quan trọng, nhưng hình thức và biện pháp phát hành dường như chưa được quan tâm đúng mức và đầy đủ, dẫn tới những hàm ý rằng: (i) Chính phủ phải chịu áp lực liên tục do chi tiêu quá mức, và điều này đúng do thường xuyên thâm hụt ngân sách; và (ii) quản lý tài chính của Chính phủ ngày càng gặp nhiều thách thức hơn.

Ngoài ra, cũng lưu ý rằng trái phiếu chính phủ là các khoản nợ của Chính phủ với dân cư. Tại thời điểm nhất định trong tương lai, Chính phủ có nghĩa vụ thanh toán những khoản nợ này. Để hình dung, có thể quan sát quy mô giá trị trái phiếu chính phủ phải trả được ước lượng trong các khoảng thời gian 5 năm phía trước trong hình 10.16.



Hình 10.16: Ước lượng quy mô thanh toán TPCP

Tăng trưởng của thị trường trái phiếu rất cần thiết cho điều hòa ổn định các dòng vốn và phát triển kinh tế. Nhưng thị trường trái phiếu cũng không thể tránh khỏi các cú sốc và khó khăn tăng trưởng trong tương lai trong bối cảnh khó khăn chung của kinh tế thế giới. Hướng thay đổi lợi suất có thể là một nguồn gây áp lực đối với cả thị trường ngân hàng và vốn. Lợi suất trái phiếu chính phủ luôn là nhân tố quyết định đối với phần còn lại của thị trường tài chính nhằm thiết lập chi phí huy động và theo đó là chi phí cho vay.

Trái phiếu chính phủ không được định giá hợp lý có thể gây ra hậu quả: (a) Lợi suất cao bất thường có thể phá hủy các ngân hàng và tổ chức phi ngân hàng thông qua chi phí vay mượn bị thổi phồng đối với dân chúng. Điều này sẽ dẫn đến chi phí hoạt động cao hơn đối với các thực thể kinh tế, và dẫn đến lạm phát. (b) Thay đổi quá lớn trong lợi suất trong một khoảng thời gian ngắn dẫn tới thực tế là thị trường không thể tiêu hóa những tín hiệu từ phía Chính phủ, và trong đó có cả Bộ Tài chính cũng như Ngân hàng Nhà nước, để hình thành kỳ vọng cho tương lai. (c) Một nghịch lý là trong khi lợi suất tương đối cao trên thị trường trong nước, đủ để khiến những tài sản khác ít hấp dẫn hơn, thì nó lại tương đối thấp tính theo USD.

10.4 Khiếm khuyết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Thị trường chứng khoán Việt Nam đã trải qua nhiều giai đoạn thăng trầm, cả “nóng” và “lạnh”. Sự phát triển của thị trường chứng khoán ảnh hưởng ngày một lớn hơn tới đời sống kinh tế - xã hội thông qua số lượng các nhà đầu tư chuyên nghiệp và nghiệp dư tăng lên không ngừng. Trong quá trình phát triển, đặc biệt vào những giai đoạn tăng trưởng mạnh mẽ, thị trường chứng khoán bộc lộ một số vấn đề cần sớm khắc phục để có thể vận hành lành mạnh và ổn định.

10.4.1 Quan hệ nhà đầu tư

Quan hệ nhà đầu tư (Investor Relations) là một hoạt động thuộc lĩnh vực truyền thông doanh nghiệp chuyên về quản lý và công bố thông tin cho công chúng, ở cả công ty đại chúng và công ty tư nhân, xuất phát từ nhu cầu truyền thông với cộng đồng đầu tư của các công ty này. Quan hệ nhà đầu tư có chức năng giải quyết các thắc mắc từ phía cổ đông và nhà đầu tư, cũng như những người có quan tâm đến cổ phiếu và tình hình ổn định tài chính của công ty. Đơn giản hơn, quan hệ nhà đầu tư là giúp các nhà đầu tư hiện tại lẫn tiềm năng hiểu rõ hơn về công việc kinh doanh của doanh nghiệp.

Giá trị của quan hệ nhà đầu tư

Người ta sẽ chẳng tạo ra quan hệ nhà đầu tư nếu nó không mang lại giá trị nào. Một nghiên cứu tại Hoa Kỳ chỉ ra rằng 94% các nhà đầu tư Hoa Kỳ sẽ đề xuất mua một cổ phiếu nào đó dựa vào danh tiếng của vị tổng giám đốc điều hành công ty đó. Nhiều bằng chứng khác xác nhận rằng hình ảnh, độ tín nhiệm và danh tiếng, lịch sử truyền thông đại chúng và nhiều nhân tố ngoài tài chính khác có ảnh hưởng đến giá trị một cổ phiếu. Đa phần trong số đó là sản phẩm của công tác quan hệ nhà đầu tư.

Do vậy, thông qua việc tập trung vào dữ kiện giao tế có liên quan, quan hệ nhà đầu tư mang lại giá trị cho các cổ đông.

Nhiệm vụ và tầm quan trọng của quan hệ nhà đầu tư

Đối tượng chính của quan hệ nhà đầu tư là các cổ đông, cộng đồng

đầu tư và các phương tiện thông tin đại chúng. Những đối tượng nhỏ bên dưới các nhóm này là nhân viên, khách hàng, cổ đông và các chủ ngân hàng. Hai đối tượng sau cùng ngày càng có vai trò quan trọng hơn. Họ chính là những người cung cấp các khoản vay cho các doanh nghiệp và các tổ chức xếp hạng. Những người này lại có ảnh hưởng đến chi phí của những lần phát hành vốn.

Từng nhóm đối tượng có nhu cầu hiểu biết khác nhau về lịch sử, lĩnh vực kinh doanh và môi trường hoạt động của doanh nghiệp. Nhiệm vụ chính của công tác quan hệ nhà đầu tư là chuẩn bị các thông tin này. Điều này nhấn mạnh giá trị của kinh nghiệm trong việc hướng dẫn cách thức và thời điểm giao tiếp về doanh nghiệp và thông tin nhà đầu tư.

Khi thị trường tài chính và nhất là thị trường chứng khoán phát triển, người ta lập tức chú ý tới tác động của các dòng thông tin lên cảm xúc con người. Các dòng thông tin tốt, xấu và vừa phải mô tả nhiều khía cạnh khác nhau về tình hình hoạt động kinh tế, các xu hướng quan trọng, các trạng thái cảm xúc của số đông nhà đầu tư và những người liên quan, v.v. đã góp phần dịch chuyển kỳ vọng không đồng nhất trong từng nhóm nhà đầu tư.

Dòng thông tin tác động mạnh có thể khiến người ta điều chỉnh kỳ vọng của mình, khi chúng khá sát nhau (khoảng cách trở nên rất nhỏ), hiệu ứng bầy đàn xảy ra. Hiệu ứng bầy đàn xảy ra mạnh và kéo dài sẽ dẫn tới làm thị trường mất cân bằng trong khoảng thời gian lâu dài... Điều này dễ khiến các nhà đầu tư cũng điều chỉnh hành vi sao cho có lợi nhất. Xu hướng tiếp tục này chính là một phần nội dung của hiệu ứng GARCH đã được đề cập trong phần bàn về các đặc điểm kỹ thuật của cổ phiếu.

Ban đầu, vào những năm 2000-2002, các tập thông tin phi chính sách không ảnh hưởng bao nhiêu tới thị trường chứng khoán Việt Nam và hành vi đầu tư, mặc dù, đó chính là các dòng thông tin có tác động mạnh nhất.

Nhưng sang giai đoạn 2005-2008, khi Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, HOSE và HaSTC đã tương đối thống nhất các quy tắc, thể chế và phạm vi tác động kỹ thuật qua chính sách, thì vai trò của truyền thông tài chính quay trở về đúng với bản chất phổ quát của nó. Chúng ta lại bắt gặp việc giao dịch trong tập thông tin mờ, quyết định cảm xúc, thông tin

pha trộn chưa lọc hay có lọc theo cách riêng, báo chí và hệ thống truyền thông ít kiểm soát (các diễn đàn mở, trang tin điện tử không kiểm định, tin đồn và rỉ tai...) Khi hệ thống truyền thông chính thức còn hạn chế về khối lượng và chất lượng thì các hệ thống “thay thế - bổ trợ” hoạt động rất mạnh, kiến tạo các kỳ vọng đầu tư và cách nhìn về rủi ro rất khác nhau.

Nhiều doanh nghiệp đã có thể thu hút rất nhiều vốn đầu tư từ tiền của do xã hội đem lại. Bằng một số “kỹ thuật bán tin - rỉ tai - đồn đại” người ta cũng có thể kích thích nhu cầu đầu tư cao độ và từ đó các quyết định được đưa ra trong trạng thái thiếu thông tin. Thực tế này như một sự xung đột tiềm tàng và rủi ro cho cổ đông nhỏ, những người thường là không có điều kiện giao tiếp và tiềm lực quan hệ để có những thông tin tốt nhất. Doanh nghiệp càng lớn, thương hiệu càng lớn, cổ đông nhỏ càng “dễ bị tổn thương”.

Không ai muốn bị thiệt thòi trong công cuộc đầu tư chỉ bởi sự “không công bằng thông tin”. Nhưng để có sự công bằng thông tin thì ai sẽ là người đứng ra gánh vác các chi phí?

Quan hệ giữa IR và PR

Quan hệ với nhà đầu tư bắt đầu được nhắc tới khi thị trường chứng khoán tăng trưởng mạnh mẽ kể từ nửa cuối năm 2006. Mỗi khi nói tới quan hệ với nhà đầu tư, người ta thường đề cập đến việc công bố thông tin doanh nghiệp.

Hiển nhiên đây là điều rất đúng, vì doanh nghiệp chính là nơi “sản xuất” ra những thông tin tài chính, đầu tư, vận hành cho thị trường đánh giá và cân nhắc. Vậy rõ ràng quan hệ với công chúng đầu tư là một phần quan trọng của công tác quan hệ công chúng (Public Relations - PR) của doanh nghiệp.

Xưa nay, công tác PR tập trung vào xây dựng thương hiệu hình ảnh doanh nghiệp, dẫn tới cảm xúc ủng hộ thương hiệu, với hy vọng rằng trong dài hạn, các sản phẩm sẽ có chỗ đứng và sự hiện diện tốt trên thị trường. Nói như P. Kotler thì đó là một bước để giành lấy trái tim người tiêu dùng. Khi việc làm ăn đang tốt, rất thú vị, đó lại là thời điểm doanh nghiệp dành nhiều nguồn lực cho việc PR thương hiệu.

Việc chăm sóc thông tin và xây dựng cảm xúc tốt đẹp trong số các nhà đầu tư quả thật đã được chú ý, đặc biệt với các doanh nghiệp lớn có

hệ thống quản trị hướng tới “thực hành tốt nhất” và muốn đi đường dài. Vì vậy nếu doanh nghiệp chưa thể gây dựng được hình ảnh đẹp trong lòng nhà đầu tư thì chưa nên vội vàng trở thành công ty đại chúng.

Cái lõi của cốt lõi

Nội dung phù hợp với truyền thông tài chính, trong bối cảnh nhiệm vụ quan hệ công chúng đầu tư vừa nói, rõ ràng rất rộng. Vùng rộng này rất cần một điểm chốt, cũng như các nguyên lý, để có thể ứng dụng thành công. Báo chí hay nhắc tới việc lập phòng quan hệ nhà đầu tư cũng như việc “giao lưu” - một từ trở thành mốt do sự bùng nổ các gameshows và chương trình giao lưu.

Nhưng đó là cái vỏ. Nguyên lý quan trọng nhất để tìm đến sự cốt lõi trong hiệu quả truyền thông IR là: (i) Thông tin trọng yếu; (ii) Tình tiết trung thực; (iii) Diễn giải khách quan; (iv) Tính hợp lý cực đại của không-thời gian (trong quan hệ với các phương tiện có thể sử dụng); và (v) Sự cân bằng trước các đối tượng đầu tư: đã, đang và sẽ.

Đứng về mặt “phương tiện truyền thông”, chúng tôi muốn lưu ý một điểm là không chỉ nói tới máy móc, hình thức bản tin hay cách thức tải tin, mà còn nói tới cả chủ thể nào đứng ra truyền tin. Có thể thấy, vẫn một báo cáo nhưng người Việt Nam phát ngôn thì phản ứng xã hội khác xa so với HSBC hay Merrill Lynch. Xét quan hệ giữa giới đầu tư quốc tế và thị trường chứng khoán Việt Nam thì lúc này HSBC hay Merrill Lynch có thể xem như đóng một vai trò phương tiện truyền thông thượng hạng.

Đã có những trường hợp và tình huống có thể giúp làm sáng rõ vai trò truyền thông. Rất nhiều trường hợp các tờ báo bình luận giá cổ phiếu lên thì ngay lúc báo phát hành ra, giá lại tụt xuống. Sau nhiều lần, người đầu tư trở nên “thờ ơ” trước các bình luận. Trong việc quan hệ với cổ đông, những doanh nghiệp lớn như REE, Sacombank hay FPT đều đã từng có những bài học quan trọng cho riêng mình.

10.4.2 Quản trị xung đột lợi ích

Mối quan tâm đến quản trị xung đột lợi ích (Corporate Governance - CG) hình thành từ thế kỷ XIX khi những ràng buộc được gỡ dần và ban quản trị công ty có thể thực hiện công việc của mình mà không nhất

thiết cần tới sự đồng thuận hoàn toàn của tất cả các cổ đông. Điều này góp phần vào sự sụp đổ của phố Wall năm 1929 và làm dấy lên nhiều tranh luận xung quanh vấn đề quản trị và sở hữu.

Sự ra đời của ngày càng nhiều các tập đoàn lớn, hoạt động đầu tư trên quy mô toàn cầu dẫn đến thực tế người sở hữu thường không phải là người trực tiếp điều hành. Điều này tạo ra khoảng cách giữa những người sở hữu thực và những người được thuê để đứng ra điều hành – các vị tổng giám đốc hay giám đốc điều hành. Quyền lực của người được thuê làm chủ ngày càng lớn. Xung đột lợi ích phát sinh khi người sở hữu cảm thấy người họ đang thuê không làm vì lợi ích của họ. Quả bom xung đột thực sự được kích nổ cùng với khủng hoảng tài chính - tiền tệ châu Á năm 1997 và hàng loạt các vụ sụp đổ của các tên tuổi như Enron, Worldcom... đầu thế kỷ XXI.

Quản trị xung đột lợi ích đang thu hút sự chú ý của đông đảo công chúng vì tầm quan trọng rõ rệt của chủ đề này đối với sức khỏe của doanh nghiệp và sự lành mạnh của xã hội nói chung. Tuy nhiên, bản thân khái niệm này lại được định nghĩa theo nhiều cách khác nhau, vì lý do cũng rất tự nhiên là vì nó bao trùm lên một số lớn các hiện tượng kinh tế khác biệt. Mỗi người cố gắng đưa ra một loại định nghĩa phản ánh mối quan tâm riêng của cá nhân về tác động và ảnh hưởng của CG trong lĩnh vực của mình.

Do vậy, chúng ta có thể tham khảo một số định nghĩa khác nhau, thay vì cố gắng tìm kiếm một định nghĩa tốt nhất.

“Quản trị xung đột lợi ích là một lĩnh vực kinh tế học nghiên cứu cách thức động viên quá trình quản trị hiệu quả của các doanh nghiệp bằng việc sử dụng các cơ cấu động viên lợi ích, ví dụ hợp đồng, cấu trúc, tổ chức và quy chế - quy tắc. Quản trị xung đột lợi ích thường giới hạn trong phạm vi câu hỏi về cải thiện hiệu suất tài chính, chẳng hạn, bằng cách nào người chủ sở hữu doanh nghiệp động viên các giám đốc được thuê để vận hành doanh nghiệp nhằm đem lại lợi suất đầu tư hiệu quả hơn”.¹⁰

“Quản trị xung đột lợi ích giải quyết vấn đề cách thức các nhà cung cấp tài chính cho doanh nghiệp đảm bảo quyền lợi của họ để có thể thu

¹⁰Theo www.encycogov.com, Mathiesen [2002].

về lợi tức từ các khoản đầu tư”.¹¹

“Quản trị xung đột lợi ích là hệ thống người ta xây dựng để điều khiển và kiểm soát các doanh nghiệp. Cấu trúc quản trị xung đột lợi ích trong doanh nghiệp chỉ ra cách thức phân phối quyền và trách nhiệm trong số những thành phần khác nhau có liên quan tới doanh nghiệp như hội đồng quản trị, giám đốc, cổ đông, và những chủ thể khác có liên quan. Quản trị xung đột lợi ích cũng giải thích rõ quy tắc và thủ tục để ra các quyết định liên quan tới vận hành doanh nghiệp. Bằng cách này, quản trị xung đột lợi ích cũng đưa ra cấu trúc thông qua đó người ta thiết lập các mục tiêu công ty, và cả phương tiện để đạt được mục tiêu hay giám sát hiệu quả công việc”.¹²

“Quản trị xung đột lợi ích có thể được hiểu theo nghĩa hẹp là quan hệ của một doanh nghiệp với các cổ đông, hoặc theo nghĩa rộng là quan hệ của doanh nghiệp với xã hội...”.¹³

“Quản trị xung đột lợi ích nhằm tới mục tiêu thúc đẩy sự công bằng doanh nghiệp, tính minh bạch và năng lực chịu trách nhiệm”.¹⁴

“Quản trị xung đột lợi ích là chủ đề mặc dù được định nghĩa mờ nhạt nhưng lại được xem như đối tượng, mục tiêu và thể chế để đảm bảo điều tốt đẹp cho cổ đông, nhân viên, khách hàng, chủ nợ và thúc đẩy danh tiếng, vị thế của nền kinh tế”.¹⁵

Ai tham gia

Tham gia vào quản trị xung đột lợi ích trước tiên là các cá nhân và nhóm có năng lực điều chỉnh hoạt động doanh nghiệp (như giám đốc, ban giám đốc, đội ngũ điều hành và cổ đông). Ngoài ra, còn có những nhóm lợi ích liên quan mật thiết khác gồm nhà cung cấp, người lao động, tổ chức cấp tín dụng, khách hàng và công chúng nói chung.

Ban giám đốc là lực lượng có vai trò chính trong quản trị xung đột lợi ích chịu trách nhiệm với các chính sách, chiến lược phát triển và giám sát chung. Các bên tham gia khác đều có lợi ích trực tiếp hoặc gián tiếp từ hiệu quả vận hành của tổ chức. Họ trao quyền cho những nhân sự

¹¹Theo *Journal of Finance*, Shleifer và Vishny [1997, tr. 737].

¹²OECD, tháng 4/1999.

¹³*Financial Times* [1997].

¹⁴J. Wolfensohn, Cựu Chủ tịch World Bank, 6/1999.

¹⁵Maw et al. [1994].

quản lý để ra quyết định và triển khai công việc vì lợi ích chung tốt nhất.

Như thế, có thể thấy hệ thống quản trị xung đột lợi ích trong doanh nghiệp được hình thành nhằm làm thống nhất động lực hành vi của những nhà quản lý với các bên có lợi ích liên quan của doanh nghiệp. Động lực cơ bản để một cá nhân ra quyết định có tham gia vào một tổ chức hay không thể hiện qua niềm tin họ sẽ nhận được phần chia sẻ công bằng từ lợi ích của toàn tổ chức. Nếu một phía nào đó nhận được nhiều hơn mức công bằng, động lực này biến mất và là nguyên nhân dẫn đến sự sụp đổ của toàn tổ chức.

Mâu thuẫn lợi ích

Các công ty thường gặp phải vấn đề về tổ chức, đó là những người quản lý được yêu cầu đặt lợi ích của công ty cao hơn lợi ích của chính họ và hai lợi ích này có thể không gặp nhau. Đây là điều mà các nhà kinh tế vẫn gọi là “vấn đề đại diện”: người quản lý công ty là người đại diện cho chủ sở hữu, và khi lợi ích của người đại diện được đặt lên trên, lợi ích thực sự của công ty sẽ bị đe dọa. Có một số nỗ lực bằng cách này hay cách khác nhằm dung hòa các lợi ích trên nhưng sự khác biệt vẫn luôn tồn tại.

Tất nhiên, các cổ đông có thể kiểm soát đội ngũ quản lý, nhưng lợi ích của chính họ cũng có thể xung đột với lợi ích của công ty.

Mâu thuẫn trên không xảy ra khi một người nắm giữ 100% cổ phần. Vấn đề là cổ đông lớn có thể kiểm soát công ty trong khi chỉ nắm giữ 51% cổ phần hay thậm chí là ít hơn nếu các cổ đông khác yên lặng (thường với trường hợp công ty niêm yết); nếu họ hành động đi ngược lại lợi ích của công ty, bản thân họ chỉ phải gánh chịu thiệt hại theo tỉ lệ phần trăm nắm giữ.

Trong một số trường hợp, nhờ cấu trúc tài chính kiểu kim tự tháp hoặc cổ phiếu có quyền bỏ phiếu ưu đãi - phần trăm kiểm soát lớn hơn tỷ lệ sở hữu. Thậm chí còn có thể xấu hơn khi người đại diện cổ đông không nắm giữ cổ phần của công ty nhưng lại có thể hưởng thụ 100% lợi ích và không phải chịu bất kỳ tổn thất nào - đây là trường hợp những người làm việc cho ngân hàng, công ty hoặc cơ quan nhà nước có ảnh hưởng lớn tới công ty: họ có thể yêu cầu các loại ưu đãi cho bản thân và bạn bè với chi phí do công ty gánh chịu. Hiện tượng này được gọi là “vấn đề lạm dụng của cổ đông”. Câu chuyện các vị giám đốc của AIG

khoan khoán chia nhau những khoản tiền thưởng trong mơ vào lúc ngân hàng này đang phải nhận hàng chục tỷ USD “cứu trợ” từ Chính phủ Hoa Kỳ là minh họa sống động về xung đột lợi ích giữa người sở hữu (cổ đông) và người điều hành cỗ máy kinh doanh.

Với sự hỗ trợ của các kiểm toán viên, phụ trách theo dõi các tài khoản của đội ngũ quản lý, các thành viên ban giám đốc có thể vừa giám sát các vị trí quản lý vừa kiểm chế các cổ đông lớn lạm dụng quyền lực.

Sự kiện và kinh nghiệm từ Enron

Enron là công ty năng lượng có trụ sở tại Houston, Texas, Hoa Kỳ, từng có 21.000 nhân viên và là một trong những tên tuổi hàng đầu thế giới về các lĩnh vực điện, khí gas, bột giấy và giấy, truyền thông. Tổng doanh thu công bố năm 2000 của Enron là 111 tỷ USD. Công ty này được tạp chí *Fortune* trao tặng danh hiệu “Doanh nghiệp năng động nhất Hoa Kỳ” trong sáu năm liên tiếp.

Năm 2001, người ta phát hiện toàn bộ báo cáo tài chính của Enron được làm giả mạo qua một hệ thống kế toán được thiết kế có tổ chức, rất hệ thống và “đầy tính sáng tạo”. Điều này có được nhờ sự thông đồng giữa Enron với công ty kiểm toán của nó là Arthur Andersen - công ty kiểm toán đứng thứ năm thế giới.

Sau sự kiện Enron, thị trường chứng khoán nhiều nước, đặc biệt là thị trường chứng khoán Hoa Kỳ, đã phải nghiêm túc nhìn nhận lại hệ thống quản trị xung đột ở các công ty niêm yết. Hai vấn đề chính được xem xét là: (i) thành viên hội đồng quản trị độc lập và (ii) kiểm toán viên độc lập.

Thành viên hội đồng quản trị độc lập được cân nhắc về tỉ trọng, tiêu chuẩn, quyền và nghĩa vụ. Tháng 6/2002, một bản kiến nghị được trình lên Sở Giao dịch Chứng khoán New York (NYSE) trong đó đưa ra những yêu cầu định nghĩa lại về thành viên hội đồng quản trị với vai trò giám sát hoạt động của ban giám đốc, mô tả trách nhiệm, vai trò của các thành viên này cũng như yêu cầu các doanh nghiệp phải điều chỉnh và công bố cơ chế quản trị trong đó có vai trò của thành viên hội đồng quản trị.

Về vấn đề kiểm toán viên độc lập, Quốc hội Hoa Kỳ thậm chí đã phải sửa đổi Đạo luật Sarbanes - Oxley năm 2000 nhằm quy định chặt chẽ hơn về việc lựa chọn đơn vị kiểm toán độc lập và giới hạn các dịch vụ

kiểm toán và phi kiểm toán mà một công ty kiểm toán có thể cung cấp cho khách hàng.

Trường hợp tương tự ở Việt Nam

Ở Việt Nam, nhiều người cũng đã biết đến sự kiện Enron nhưng dường như đa số vẫn đang suy nghĩ việc đó sẽ không xảy ra ở nơi ta đứng. Thực tế có vẻ như chưa có sự kiện nào tương tự xảy ra nhưng thử nghĩ kỹ lại những “sự vụ” từ “ngày xưa” cũng không khác là mấy.

Thị trường chứng khoán trong năm 2008 chứng kiến những thông tin dồn dập về Công ty bông Bạch Tuyết (niêm yết khá sớm trên thị trường chứng khoán) sắp phá sản. Hoàn cảnh kiệt quệ về tài chính của bông Bạch Tuyết (BBT) được đổ lỗi do tình hình tín dụng khó khăn trong nửa đầu năm 2008 nhưng rõ ràng hoạt động kém hiệu quả cũng như mâu thuẫn nội bộ doanh nghiệp mới là nguyên nhân chính dẫn đến tình trạng trên. Lúc này vai trò của quản trị xung đột lợi ích đối với sự phát triển bền vững của doanh nghiệp mới được thể hiện rõ.

Trường hợp Bibica thông báo lỗ thấp hơn thực tế trong năm 2002-2003 do gian lận thực hành kế toán cũng là một nguyên nhân gây nên sự sụt giảm nghiêm trọng giá cổ phiếu Bibica sau khi thông tin được phơi bày. Bibica thông báo lỗ năm 2002 là 2,7 tỷ đồng rồi sửa thành 5,4 tỷ đồng sau vài ngày, nhưng vẫn chưa “thấm” gì so với con số thực 12,7 tỷ đồng do báo cáo độc lập của Ban kiểm soát công bố. Sau những sự vụ trên, nhiều nhân sự chủ chốt trong phòng kế toán của Bibica đã ra đi. Những gian lận này chỉ có thể xảy ra khi công ty không có một cơ chế quản lý doanh nghiệp đúng đắn, hiệu quả và khả thi.

Tình huống gian lận cũng xảy ra đối với Công ty Đồ hộp Hạ Long (Canfoco - CAN). Canfoco bị ngưng giao dịch vào ngày 8/10/2002 sau khi ba nhân viên công ty bị khởi tố vì làm khống chứng từ, chiếm đoạt 7 tỷ đồng thuế VAT. Từ ngày 16/10/2002 - khi bắt đầu được giao dịch trở lại, cho đến 20/11/2002, CAN chỉ có 3 ngày tăng giá nhẹ, còn lại là giữ giá và giảm giá. Theo điều tra, hơn 100 tỷ đồng trong phần doanh thu của CAN năm 2001 là số ảo.

10.4.3 Thông tin và truyền thông

Là phương pháp hữu hiệu tác động vào tâm lý và cảm xúc xã hội, truyền thông ngày càng quan trọng, phân hóa ngày càng rõ rệt giữa những công ty có khả năng phát triển hệ thống truyền thông tốt tới công chúng đầu tư và những công ty không thực hiện tốt được điều này.

Đi cùng với sự phát triển của hạ tầng công nghệ trong đời sống xã hội hiện đại, thông tin được truyền đi trên toàn thế giới và đến với người cần sử dụng trong thời gian tính bằng giây. Chính vì vậy, thông tin và truyền thông lại càng đóng vai trò quan trọng, đặc biệt nhạy cảm với thị trường đầu tư - tài chính.

Vai trò quan trọng của truyền thông

Điều kiện quan trọng nhất để thị trường chứng khoán phát triển bền vững là niềm tin. Đây là thị trường buôn bán loại tài sản đặc biệt: tài sản vốn doanh nghiệp. Loại hàng hóa này có một đặc tính khác các hàng hóa tiêu dùng là nó có chứa sự “sợ hãi”.

Theo quy luật hàng hóa thông dụng, khi giá giảm thì lượng mua có thể tăng lên, để đạt tới mức giá cân bằng mới. Điều này sẽ khác đi khi có sự “sợ hãi”, nghĩa là khi giá của hàng hóa tài sản vốn giảm, gây ra sự “sợ hãi” và xu hướng giảm thường tiếp tục, kéo theo tính thanh khoản sụt giảm đáng kể. Trên thị trường chứng khoán, cũng như phần lớn các thị trường tài chính khác, niềm tin cực kỳ quan trọng.

Niềm tin ấy không tự nhiên sinh ra, mà do các thiết chế và sự công bằng với người tham gia quyết định. Để tránh những thiệt hại do biến động gây ra thì cần xây dựng niềm tin qua hệ thống công bố thông tin và các cơ chế quản trị xung đột lợi ích của người tham gia, chế tài từ đại cổ đông, cổ đông nhỏ, đơn vị kiểm toán, ban giám đốc và công ty dịch vụ tài chính. Nói chung, trục lợi là việc khó tránh, nhưng giảm thiểu việc trục lợi từ gây thiệt hại không chính đáng của các đối tượng khác, là nghĩa vụ của một thị trường vận hành lành mạnh - cũng là điều kiện cho phát triển lâu dài.

Giáo sư Andre Farber¹⁶ đánh giá việc giới đầu tư quốc tế lựa chọn thị trường chứng khoán Việt Nam để đầu tư là cơ hội rất tốt đối với một

¹⁶Giáo sư của trường đại học Université Libre de Bruxelles trong trao đổi với *Đầu tư Chứng khoán* ngày 1/5/2006

thị trường chứng khoán còn non trẻ. Nhưng quan trọng nhất là cả hai phía (nhà đầu tư nước ngoài và thị trường chứng khoán Việt Nam) phải xây dựng được sự tin tưởng lẫn nhau, mặc dù vẫn biết, lòng tin không thể xây dựng được ngay trong một sớm một chiều. Điều ông mong mỏi cho Việt Nam là nhà đầu tư nước ngoài đến đây với thị trường chứng khoán cùng những cam kết lâu dài, chứ không vì lợi nhuận ngắn hạn. Nhà đầu tư đến Việt Nam để hiểu về thị trường chứng khoán và đầu tư trong tầm nhìn dài hạn.

10.4.4 Tác động từ yếu tố nước ngoài trên thị trường tài chính

Đối với thị trường tài chính và chứng khoán có “thâm niên” chưa đến 10 năm của Việt Nam, những quy định về thông tin công bằng - minh bạch, làm tốt quản trị doanh nghiệp, truyền thông tài chính hiệu quả vẫn còn phải thực hành rất nhiều. Chính vì vậy, sự có mặt của các yếu tố ngoại – vốn được coi là kinh nghiệm và văn minh, bao gồm các nhà đầu tư và các công ty tài chính nước ngoài, luôn gây tác động mạnh đến tâm lý của thị trường trong nước và do đó ảnh hưởng đến giá cả các tài sản và chỉ số thị trường.

Trên thị trường chứng khoán Việt Nam, các bản báo cáo đánh giá xu thế thị trường có nhãn “ngoại” luôn được đặc biệt quan tâm. Ngân hàng Hongkong - Thượng Hải (HSBC) và tập đoàn Merrill Lynch là hai tên tuổi nổi bật nhất trong số đó. Nội dung các báo cáo ngoại dường như rất có ảnh hưởng tới quyết định của các nhà đầu tư trong nước, đặc biệt là các nhà đầu tư nhỏ lẻ. Nhưng, khả năng tin cậy và độ chính xác của các báo cáo ngoại vẫn còn nhiều vấn đề phải bàn.

Những câu chuyện về khả năng dự báo của HSBC và Merrill Lynch

Số lượng báo cáo của HSBC và Merrill Lynch cho đến cuối năm 2008 đã lên đến con số hàng chục. Hồi tháng 3/2008, HSBC còn quả quyết rằng VN-Index sẽ đạt mức 1.100 điểm vào cuối năm 2008. Vậy mà sang tháng 4, cũng lại là HSBC đã “bóp” cho con số ấy co lại còn ngót nghét một nửa.

Còn nhớ những ngày đầu tháng 7/2007, do ảnh hưởng từ báo cáo của HSBC, liên tiếp hai phiên giao dịch ngày 2 và 3/7/2007, cả hai sàn chứng

khoán của Việt Nam nhuộm một màu đỏ rực. VN-Index tụt xuống dưới 1.000 điểm; HaSTC-Index giảm mạnh. Nhiều cổ phiếu “blue chips” như ACB, REE, STB giảm sàn. Tuy vậy, khi các nhà đầu tư nội bán tháo, khối nhà đầu tư nước ngoài lại có động thái ngược bằng cách mua vào rất nhiều. Ngày 2/7/2007, khối đầu tư nước ngoài mua vào với khối lượng gấp hơn 2 lần và trị giá gấp 3 lần so với lượng bán (giá trị mua vào là 252 tỷ đồng, bán ra 71 tỷ đồng). Ngày 3/7/2007, cũng chính họ bỏ ra 205 tỷ đồng để mua vào, trong khi bán ra chỉ có 65 tỷ đồng.

Diễn biến tương tự tại sàn Hà Nội khi khối lượng mua áp đảo khối lượng bán. Và để rồi đến phiên sáng 4/7/2007, cả hai sàn chứng khoán đều đảo chiều với mức tăng tới 36,26 điểm tại thành phố Hồ Chí Minh và 15,31 điểm tại Hà Nội - chấm dứt những lo ngại tác động từ báo cáo về thị trường chứng khoán Việt Nam mới được HSBC đưa ra. Nhà đầu tư nội ngần ngại khi đã “xả hàng” với giá bán tháo, bán bằng mọi cách trong 2 phiên đầu tuần.

Người ta bỗng giật mình, tự đặt ra hàng loạt các câu hỏi: Báo cáo của HSBC liệu có tạo cơ hội vàng để khối nhà đầu tư nước ngoài gom hàng? Vì sao nhà đầu tư nước ngoài gia tăng mua vào bất chấp cảnh báo của HSBC? Liệu báo cáo của nhóm nghiên cứu trên có phải là công cụ tạo đòn tâm lý đánh vào các nhà đầu tư nhỏ Việt Nam để bị cuốn theo tâm lý đám đông, tạo cơ hội cho nhà đầu tư nước ngoài gia tăng mua vào? và v.v..

Cũng thời điểm đó, HSBC lại nhận định VN-Index chỉ đạt 900 điểm vào cuối năm 2007 mà chẳng có một minh chứng rõ ràng. Họ tính rằng, mức P/E có thể chấp nhận là 18 lần, trong khi (cũng theo tính toán của họ), ở thời điểm lập báo cáo, VN-Index đạt 1.040 điểm, tương đương P/E là 34 lần. Họ quả quyết trong báo cáo *“Chúng tôi sẽ không mua vào bằng mọi giá khi mức P/E cao như vậy dù câu chuyện tăng trưởng dài hạn của Việt Nam vẫn còn nguyên sự hấp dẫn. Chúng tôi nhìn thấy khả năng thị trường sẽ đi ngang trong một vài tháng tới với biên độ rộng”*.

Còn với Merrill Lynch, hãy nhìn lại bản báo cáo công bố ngày 02/02/2006 (một trong những báo cáo đầu tiên về thị trường Việt Nam), với tinh thần chung rất lạc quan, theo đó Merrill Lynch sẽ tiến vào Việt Nam càng sớm càng tốt. Tinh thần lạc quan vẫn giữ như vậy, tương lai mở rộng... trong báo cáo tiếp theo ngày 29/06/2006. Nhưng ngay sau đó

thị trường đi xuống như thế Merrill Lynch đã viết nhầm tên thị trường cho cái báo cáo kia. Ngày 05/10/2006, tinh thần báo cáo của Merrill Lynch lại có những nhận định ngược chiều hoàn toàn, mâu thuẫn với các báo cáo trước(?), và rất không tích cực về thị trường chứng khoán Việt Nam trong khi đây chính là lúc thị trường đang phục hồi và tăng rất mạnh, liên tục trong cả một thời gian rất dài sau đó.

Chỉ là những ví dụ điển hình trong nhiều điều tương tự để cùng thấy báo cáo ngoại không phải là nhà tiên tri có khả năng nhìn được tương lai chính xác tuyệt đối.

Chất lượng - Mục tiêu - Phương pháp

Dù các công ty tài chính và nghiên cứu thị trường có lớn đến đâu, có lịch sử bao nhiêu năm và tên tuổi có “nổi” đến như thế nào, thì vẫn cần phải có sự khách quan khi đánh giá những thông tin họ đưa ra.

Thứ nhất, về chất lượng. Mức độ khảo cứu và mô hình đánh giá hoàn toàn vắng bóng. Những báo cáo này có thể sử dụng “phương pháp chuyên gia”. Như tất cả đều thấy, nội dung của báo cáo chứa đựng các con số và thống kê rất đơn sơ, ít đánh giá đáng giá và hầu như không gợi mở gì đáng kể. Khoảng chân không về chất lượng ấy, ái ngại thay, lại là chỗ cho các gán ghép và “quá trình tự hiểu” hoạt động không ngừng. Trên góc độ nghiên cứu, chỉ tiêu chất lượng đã bị vi phạm.

Thứ hai, mục tiêu của báo cáo cũng là điều nghi ngại. Có thể mục tiêu là biện minh cho hoạt động chưa hiệu quả của mình. Có thể mục tiêu là chứng minh việc mình làm sắp tới là có lý. Có thể mục tiêu là “hỗ trợ” phần hoạt động tư vấn... Thế thì cần hiểu từng lời ăn tiếng nói, cử chỉ, ngụ ý... đều có liên quan mật thiết tới mục tiêu. Phát ngôn và bản chất thực của hành động đôi khi ngược lại với nhau.

Thứ ba, phương pháp thật sự là dấu hỏi. Những công bố này nhằm vào đâu, để hỗ trợ tất cả các nhà đầu tư, để tăng kiến thức cho thị trường và nền tài chính chuyên nghiệp, hay chỉ đơn giản là góp thêm luồng thông tin. Truyền thông tài chính Việt Nam chưa đóng vai trò phản biện với những thông tin và báo cáo có sức nặng này (ít nhất là chi phối tâm lý). Luật của thế giới kinh doanh văn minh là: Một khi anh cầm trong tay sức nặng vũ khí, sẽ cần có cơ chế đảm bảo anh không lợi dụng vũ khí ấy để trục lợi. Cái đó là nguyên lý *đối chiếu - cân bằng*. Ở đây hoàn toàn không có.

Trên thực tế, đại diện cho cả một hệ thống nhiều khi chỉ là một cá nhân. Barings Bank sụp đổ chỉ vì một cá nhân, HSBC hay Merrill Lynch thì cũng có người xuất sắc, người bình thường. Đặc biệt khi họ lại “hành quân” sang xứ sở khác ngôn ngữ, khác văn hóa và tướng lĩnh ra trận của họ chưa biết ở đẳng cấp nào. Đôi khi người bên ngoài hiểu rõ hơn, nhưng phần lớn trường hợp chỉ những người trong cuộc mới thực sự thấu hiểu.

Tiếp theo sự ra đời có tính đột phá trong hệ thống tài chính của nền kinh tế Việt Nam, thị trường chứng khoán liên tục có những điều chỉnh và tiếp cận ngày một gần hơn vận động của các thị trường tài chính quốc tế. Sau một thời gian ngắn, chưa tới 10 năm hoạt động, thị trường chứng khoán đã khẳng định vai trò hàn thử biểu phản ánh hiện trạng của nền kinh tế, có tác động sâu sắc và rộng rãi tới không chỉ tới các quyết sách điều hành kinh tế vĩ mô, giao dịch vi mô trên thị trường mà còn cả hành vi và tâm lý xã hội. Với vị trí như vậy, bản thân thị trường chứng khoán và các vấn đề xoay quanh nó còn tiếp tục là đối tượng được cả người làm chính sách, các chủ thể kinh tế, giới nghiên cứu và đông đảo công chúng tập trung quan sát và tìm hiểu cận kề.

Phần III

VẤN ĐỀ VÀ HIỆN TƯỢNG

TVE-4U.ORG

*Ebook được thực hiện không
nhằm mục đích kinh doanh*

Chương 11

Một số vấn đề của các thị trường tài sản

Sau khi nghiên cứu chặng đường dài nhiều thăng trầm và đột phá của nền kinh tế Việt Nam, Chương 11 tập trung vào những câu hỏi quan trọng, những vấn đề đang và sẽ trở thành trọng tâm của nền kinh tế đất nước trong tương lai gần. Trong phạm vi có thể, một số dự báo được nêu ra và gợi mở suy nghĩ hướng trả lời cũng như giải pháp triển khai.

11.1 Ba loại tiền trong nền kinh tế Việt Nam

Trong nền kinh tế Việt Nam, thời kỳ Đổi Mới tồn tại song song ba loại “tiền” thực hiện các chức năng trình bày trong Bảng 11.1 và tạo thế cân bằng về mức độ quan trọng đối với sự vận hành ổn định kinh tế vĩ mô và đảm bảo thuận lợi các giao dịch vi mô. Ba loại tiền này chính là: đồng Việt Nam, vàng, và đôla Mỹ.

Tiền đồng Việt Nam

Đồng Việt Nam ra đời từ tháng 1/1946. Trong giai đoạn cam go đấu tranh giành độc lập tể, tiền đồng cùng tồn tại với tiền Đông Dương của người Pháp, tiền quốc tể và quan kim của quân đội Tưởng Giới Thạch. Một số đồng tiền khác cũng hiện diện trong giao dịch kinh tế tại Việt Nam từ rất sớm như đôla Mỹ hay franc Pháp, bảng Anh.

Chuyển sang thời kỳ thực hiện cơ chế kinh tế kế hoạch hóa tập trung,

Bảng 11.1: Chức năng của tiền
Chức năng cụ thể (cho giao dịch vi mô)

Đơn vị tính toán	Trừu tượng
Thước đo so sánh chung về giá trị	Cụ thể
Phương tiện trung gian trao đổi	Cụ thể
Phương tiện thanh toán	Cụ thể
Tiêu chuẩn để thanh toán trong tương lai	Trừu tượng
Tích trữ giá trị	Cụ thể
Chức năng tổng quát	
<i>(hầu hết có tính chất kinh tế vi mô và trừu tượng)</i>	
Tài sản có tính thanh khoản	
Nhân tố làm nảy sinh nền kinh tế	
Nhân tố kiểm soát nền kinh tế	

đồng Việt Nam trở thành đồng tiền pháp định và duy nhất trong đời sống kinh tế. Tuy nhiên, trong cơ chế phân phối bao cấp với sự hiện diện của các loại tem phiếu quy định số lượng hàng hóa được mua, tiền đồng không có điều kiện thực hiện đầy đủ các chức năng của tiền.

Khi các thước đo thống kê kinh tế sử dụng đơn vị là số lượng sản phẩm vật chất, hiện vật cụ thể, tiền tệ không còn là đơn vị tính toán. Từ đó, người dân cũng không so sánh giá trị giữa các tài sản bằng đơn vị tiền tệ. Không tình cờ mà một thời, ngay cả ở thành thị, người dân Việt Nam quen thuộc với ba từ “quy ra thóc”. Trong các giao dịch kinh tế, đặc biệt với các hàng hóa do hệ thống phân phối quốc doanh, tiền đồng chỉ thực hiện một nửa chức năng phương tiện thanh toán. Nếu không có tem phiếu, dù có tiền, cũng không có cách nào mua được vật dụng hay thực phẩm cần thiết. Đó là chưa kể đến trường hợp khan hiếm nguồn cung. Vào hoàn cảnh đó, tiền đồng cũng không còn đảm bảo chức năng trung gian trao đổi hay tích lũy giá trị.

Kể từ khi bắt đầu Đổi Mới năm 1986, vai trò của đồng tiền được cải thiện rõ rệt trong cả đời sống kinh tế và hành vi xã hội. Giao dịch kinh tế bắt đầu chịu ảnh hưởng của các quy luật thị trường khách quan. Cung và cầu hàng hóa gặp nhau ở từng mức giá - là biểu hiện bằng tiền của giá trị hàng hóa, dịch vụ. Một thành tựu của Đổi Mới là đa dạng và phong phú các chủng loại hàng hóa để giao thương càng làm tăng sự cần thiết

của một phương tiện trung gian trao đổi. Đời sống nhân dân ngày một khấm khá, người ta bắt đầu có các khoản tiền tiết kiệm mà biểu hiện có thể quan sát được là giai đoạn nở rộ hệ thống hợp tác xã tín dụng vào cuối những năm 1980.

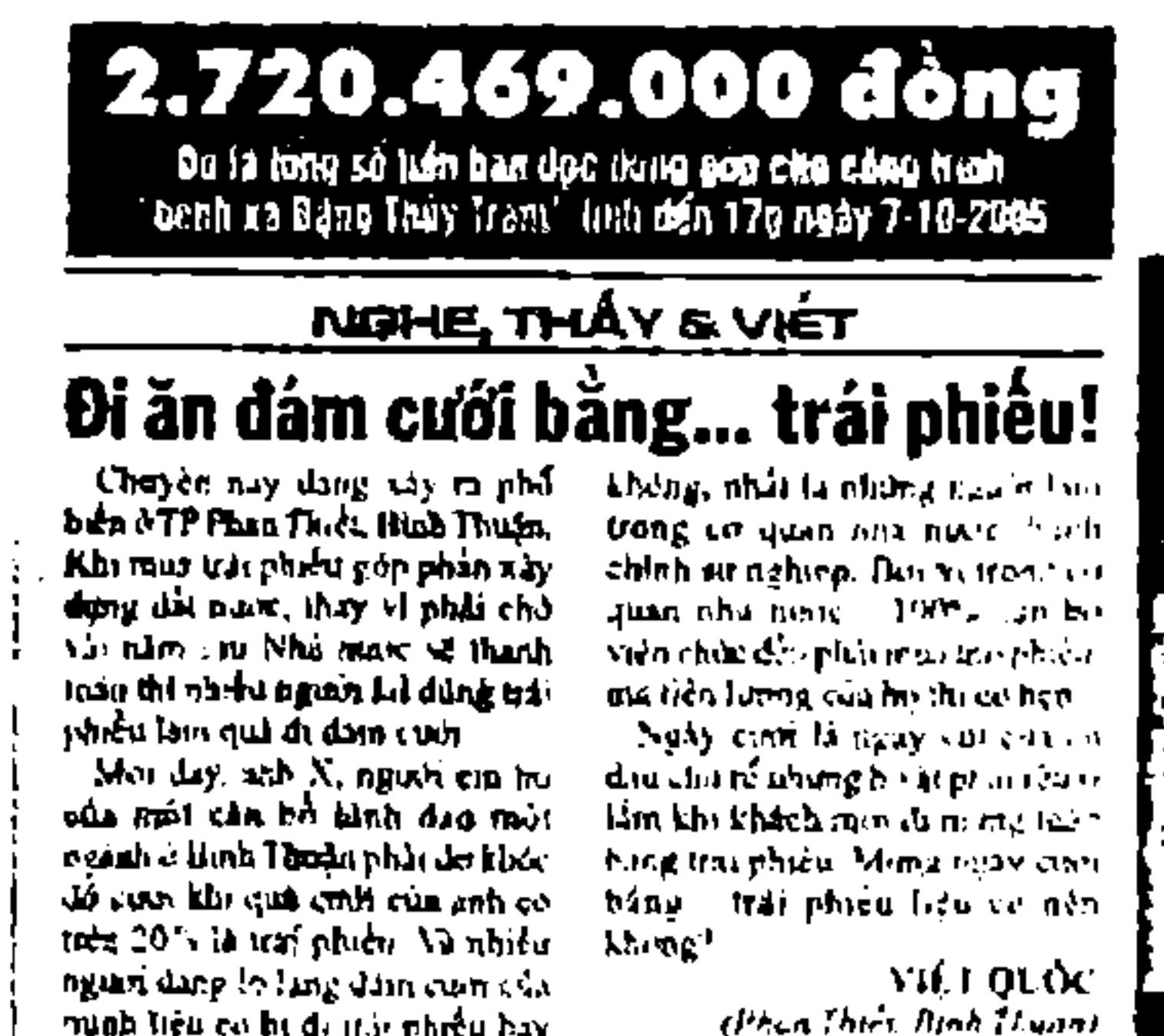
Về mặt xã hội, đồng tiền len lỏi vào các ngóc ngách của đời sống với nhiều hiện tượng mới lạ. Điều này khiến nhiều người lo lắng về sự biến mất của các giá trị truyền thống, xuống cấp của các giá trị đạo đức, và làm méo mó các thước đo chuẩn mực quy tắc sống. Ở đây, chúng ta tập trung nhiều hơn với khía cạnh kinh tế - xã hội. Các chức năng thước đo giá trị, trung gian trao đổi hay tích trữ giá trị của đồng tiền ngày càng biểu hiện rõ nét trong các hành vi xã hội. Khái niệm “phong bì” là một minh chứng.

Thời kỳ trao đổi vật chất còn chiếm tỷ trọng đáng kể trong nền kinh tế, vào mỗi dịp lễ tết, cưới hỏi, tân gia... người dân Việt Nam thường tặng quà cho nhau. Từ khi chuyển sang kinh tế thị trường, không rõ từ bao giờ, những bộ ấm chén, chực bát, cái xong, cái nôi... được quy đổi ra một số lượng tiền, bỏ gọn vào phong bì. Thế là ra đời “văn hóa phong bì” - như dân gian vẫn gọi.

Đầu tháng 10/2005, trên báo *Tuổi trẻ* có đăng một thông tin thú vị: trái phiếu chính phủ được dùng làm quà mừng đám cưới ở Bình Thuận, xem Hình 11.1. Về lý thuyết, trái phiếu chính phủ là một tài sản tài chính mang nhiều đặc tính gần gũi với tiền. Trên thực tế, tài sản này đã được sử dụng để thay thế cho tiền, như một biểu hiện của mức độ tiền tệ hóa trong xã hội.

Câu chuyện ở Bình Thuận còn thể hiện một khía cạnh đáng chú ý: đó là tình trạng thanh khoản rất thấp của trái phiếu chính phủ trên thị trường thứ cấp. Không có nhiều cơ hội cho những người nắm giữ trái phiếu chính phủ chuyển đổi tài sản tài chính thành tiền mặt. Với đa phần dân cư, lựa chọn duy nhất là bảo quản thật tốt để chờ tới ngày đáo hạn.

Khoảng từ sau năm 2000, dịch vụ mua chiết khấu trái phiếu chính phủ mới dần trở nên phổ biến, kéo theo nhiều vấn đề bất cập được báo chí nêu lên. Nỗi buồn của cô dâu chú rể khi nhận được quà mừng cưới lạ lùng này cũng xuất phát từ chỗ họ không biết sẽ “tiêu” số trái phiếu chính phủ này ra sao.



Hình 11.1: Trái phiếu chính phủ... làm quà mừng đám cưới

Vàng

Truyền thống văn hóa phương Đông và tập quán sinh hoạt nhiều năm trong hoàn cảnh chiến tranh hình thành thói quen tích lũy của cải dưới dạng vàng của người dân Việt Nam. Thời kỳ trước Đổi Mới, phần vì đời sống còn khó khăn, phần vì cuộc sống vật chất được đảm bảo bằng hệ thống phân phối của Nhà nước, tích trữ vàng dù vẫn được duy trì nhưng số lượng nhỏ. Ở quy mô hộ gia đình, vài chỉ vàng được coi là gia tài lớn, nhất là với các gia đình công chức. Số lượng vàng lớn hơn tập trung tại các hộ tư thương dưới dạng vốn tích lũy để làm ăn. Thời gian này, hoạt động sản xuất kinh doanh tư nhân không được khuyến khích phát triển.

Mọi chuyện đổi khác từ sau năm 1986. Vàng được sử dụng ngày một rộng rãi hơn như phương tiện thanh toán trong các giao dịch có giá trị lớn. Tăng trưởng của thị trường bất động sản càng làm hoạt động kinh doanh vàng thêm nhộn nhịp. Hầu hết các giao dịch nhà đất trong những năm 1990 được định giá và thanh toán bằng vàng. Phương thức giao dịch này cho tới tận khi sốt đất năm 2007-2008 vẫn còn được ưa chuộng.

Như vậy, vàng trong nền kinh tế Việt Nam thực hiện đầy đủ những chức năng cốt yếu nhất của tiền tệ. Đối với hệ thống tín dụng - ngân

hàng, và cả công tác quản lý kinh tế vĩ mô của Chính phủ, vàng luôn giữ một vai trò quan trọng. Các ngân hàng duy trì một lượng dự phòng đảm bảo năng lực thanh toán bằng vàng. Việt Nam cũng là một trong số ít các quốc gia mà người gửi vàng tại ngân hàng được nhận lãi suất.

Vào tháng 5/2008, trong hệ thống ngân hàng ở Việt Nam có 11 ngân hàng thương mại nhận tiền gửi bằng vàng. Mặc dù được phép chuyển hóa 30% số lượng vàng huy động thành tiền đồng Việt Nam để bổ sung nguồn vốn nhưng các ngân hàng đều rất dè dặt bởi giá vàng luôn biến động đầy bất ngờ. Lượng vàng huy động mang tính đảm bảo tài sản nhiều hơn. Lãi suất huy động vàng tại một số ngân hàng thương mại được trình bày trong Bảng 11.2.

Bảng 11.2: Lãi suất huy động vàng (%) công bố ngày 7/11/2008

	Kỳ hạn (tháng)		
	6	12	18
Việt Á	5,50	6,00	5,00
Đông Á	4,65	5,04	5,16
Sacombank	3,05	3,05	2,85

*Ghi chú: Trả lãi cuối kỳ. Đông Á áp dụng cho vàng SJC.
Sacombank áp dụng cho số lượng gửi từ 10-50 lượng.*

Nguồn cung vàng cho Việt Nam chủ yếu từ nhập khẩu. Chính phủ điều tiết lượng vàng vào Việt Nam bằng chính sách thuế nhập khẩu. Tháng 5/2008 Bộ Tài chính quy định mức thuế suất nhập khẩu là 1% nhằm hạn chế nhập khẩu trong nỗ lực bình ổn thị trường và hạn chế nhập siêu chung của Chính phủ. Trong các thời kỳ biến động kinh tế, Nhà nước cũng lựa chọn phương án cất trữ tài sản bằng vàng.

Đôla Mỹ

“Đồng tiền” thứ ba lưu thông trong cỗ máy kinh tế Việt Nam là USD. Mặc dù đồng Việt Nam là đơn vị tiền tệ chính thức theo luật định nhưng việc sử dụng USD vẫn phổ biến trong thống kê và quy đổi giá trị. Các chỉ số thống kê kinh tế vĩ mô do Tổng cục Thống kê công bố đều được thể hiện bằng cả đồng Việt Nam và USD. Có một khoảng thời gian trong những năm 1990, đồng rúp của Liên Xô (cũ) được sử dụng với chức năng tương tự.

Trong đời sống dân sinh, thanh toán giao dịch và tiết kiệm bằng USD rất phổ biến. Bảng giá được niêm yết theo đơn vị USD thường xuyên xuất hiện ở tại các nhà hàng sang trọng, các cửa hàng điện tử, xe máy, ô tô... Tại những điểm bán hàng như vậy, thanh toán trực tiếp bằng USD hiếm khi không được chấp nhận. Với các giao dịch giá trị lớn, ví dụ với bất động sản, trong nhiều trường hợp, thanh toán bằng USD hoặc quy đổi giá trị tương đương USD là một điều khoản bất thành văn nhưng thường là yêu cầu không thể thiếu trong giao kèo mua - bán.

Thống kê chính thức từ Ngân hàng Nhà nước xác định mức đôla hóa cao ở Việt Nam. Các ngân hàng thương mại đều nhận tiền gửi bằng USD. Tỷ lệ tiền gửi ngoại tệ trên tổng phương tiện thanh toán trong các năm 2000-2001 ở mức trên 30%. Năm 2003, tỷ lệ này giảm xuống 21,3%. Nhưng kể từ đó lại liên tục gia tăng. Tới tháng 7/2008, tỷ lệ này trong hệ thống ngân hàng Việt Nam vào khoảng 22%-25%.

Việc sử dụng phổ biến đồng USD cũng như mức độ đôla hóa cao trong nền kinh tế phản ánh khách quan mức độ hội nhập sâu sắc hơn của kinh tế Việt Nam với kinh tế thế giới. Khi đồng USD đã trở thành đồng tiền giao dịch phổ biến của các hệ thống thương mại và tài chính toàn cầu, việc “phổ biến” những tờ bạc xanh trong đời sống kinh tế tại Việt Nam là thực tế khách quan. Tuy vậy, khi dòng vốn FDI và FPI quốc tế vẫn tiếp tục tìm tới Việt Nam như một điểm đến an toàn với nhiều tiềm năng tăng trưởng, áp lực giữ vững độc lập tiền tệ ngày một gia tăng. Quyết tâm này được Thủ tướng Chính phủ Nguyễn Tấn Dũng khẳng định rất rõ ràng ngay trong bối cảnh kinh tế nhiều biến động vào đầu năm 2008. “Phá giá đồng Việt Nam” sẽ không xảy ra. Nhưng làm gì để quyết tâm chính trị trở thành hiện thực và được thị trường chấp nhận vẫn là một câu hỏi cần tiếp tục tìm lời giải.

Sự tồn tại cùng lúc ba “đồng tiền” trong nền kinh tế làm tăng tính phức tạp của các điều chỉnh chính sách tiền tệ. Mỗi tác động vào hệ thống tài chính - tiền tệ đồng thời phải cân nhắc tác động lên từng “đồng tiền” và hiệu ứng cộng hưởng có thể xảy ra. Những ký ức về thời kỳ lạm phát phi mã những năm 1980 và đổ vỡ dây chuyền của hệ thống hợp tác xã tín dụng những năm 1990 vẫn khiến bộ phận không nhỏ trong dân cư giữ thói quen chuyển tiền đồng Việt Nam sang hai “đồng tiền” còn lại nhằm đa dạng tài sản và chia sẻ rủi ro, đặc biệt trong các giai

doạn kinh tế nhiều biến động. Đây cũng là một phần nguyên nhân căn bản của các hiện tượng xuất hiện mức chênh lệch lớn giữa tỷ giá USD trên thị trường tự do và giao dịch chính thức trong hệ thống ngân hàng thương mại; và việc người dân đổ xô mua vàng tích trữ làm giá tăng đột biến. Từ đó, tâm lý sẵn sàng đặt cược vào kỳ vọng tăng giá tài sản trở nên phổ biến cùng với hiệu ứng hành vi bầy đàn. Đầu cơ vào các tài sản và cả hàng hóa thiết yếu xuất hiện ngay khi có các điều kiện thuận lợi và là nguồn gốc hình thành các bong bóng trên thị trường.

11.2 Bong bóng tài sản

Bong bóng tài sản là hiện tượng xuất hiện nhiều lần trong nền kinh tế Việt Nam. Mặc dù mức độ “lớn - nhỏ” có sự khác biệt ở từng giai đoạn, nhưng quá trình hình thành - lớn lên - tan vỡ có thể quan sát được rõ ràng qua các cơn sốt nhà - đất và cổ phiếu.

11.2.1 Khái niệm và cơ chế hình thành

Bong bóng tài sản là một hiện tượng đặc biệt quan trọng trong lịch sử phát triển kinh tế hiện đại của loài người. Tài sản ở đây được hiểu theo nghĩa cả tài sản tài chính (cổ phiếu, các phái sinh chứng khoán, trái phiếu, vàng và ngoại hối) lẫn tài sản thực có hiện diện vật chất (bao gồm cả đất đai, bất động sản, hàng hóa cơ bản, thậm chí cả nông sản hay cây cảnh). Tuy nhiên, cũng cần lưu ý sự thực là đối với tài sản thực, hiện tượng bong bóng đồng nghĩa với việc chứng khoán hóa các tài sản đó, và người ta chủ yếu chỉ giao dịch trên các hợp đồng có giá trị quy đổi thành đơn vị tài chính, như tiền và vàng, và quá trình sang nhượng diễn ra không nhất thiết gắn liền với việc nắm giữ tài sản vật chất, mà chỉ còn đơn thuần trên danh nghĩa sở hữu.

Hiện tượng bong bóng được gắn liền với tính từ “đầu cơ”. Trong giới nghiên cứu kinh tế, cả cụm khái niệm “bong bóng đầu cơ” có ý nghĩa vượt trội so với bong bóng hay đầu cơ tách rời. Sở dĩ có chuyện này là do tác động của bong bóng đầu cơ ở quy mô lớn và sự sụt giảm sau đó quá lớn, gây ảnh hưởng trì trệ và tác hại lâu dài tới tổng thể nền kinh tế. Các bong bóng đầu cơ xứng đáng được xem xét như một hiện

tượng phổ quát, lặp đi lặp lại và luôn để lại những di chứng kinh tế khó chữa. Cũng không hiếm trường hợp bong bóng này chồng lên bong bóng khác, thậm chí có cùng nguyên nhân, hoặc nhóm nguyên nhân thực ra là liên quan trực tiếp với nhau.

Các bong bóng đầu cơ thường có xu hướng gây ra những cuộc khủng hoảng thị trường, và đều có nguyên nhân trực tiếp là do tâm lý của người tham gia giao dịch thị trường, từ khi nó bắt đầu xuất hiện cho tới khi nó xì hay nổ. Người ta gọi đó là “kiến tạo xã hội của bong bóng đầu cơ”. Đặc trưng của kiến tạo xã hội này là một chu kỳ: (a) hoạt động đầu cơ, giao dịch; (b) nhận thức và quy kết hiện tượng; và (c) các phản ứng - điều chỉnh - kiểm soát trên quy mô lớn. Chu kỳ này hình thành một quá trình được gọi là sự kích phát luẩn quẩn, trong đó các chủ thể tham gia giao dịch đã tự hình thành nên một môi trường kích thích đầu cơ, mà chính nó, tới một thời điểm lại tác động ngược lại, điều khiển hành vi của các chủ thể đã tạo ra nó. Nói cách khác, quá trình kích phát này là cái bẫy do chính con người tạo ra và mắc kẹt trong đó, một hiện tượng đan xen xã hội học và kinh tế học theo cách gọi của Abolafia và Kilduff (1998: [1]).

Định nghĩa kinh tế của một hiện tượng bong bóng đầu cơ là sự bứt phá giá trị giao dịch thị trường của một tài sản vượt ra xa khỏi giá trị nội tại. Tuy nhiên, cách nói thông thường này nhắm tới hiện tượng đo đếm được về thống kê, và không nhấn mạnh vào bối cảnh thể chế và xã hội hình thành nên bong bóng. Vì thế, hiện tượng bong bóng nên được bổ sung yếu tố xã hội - là một quá trình xung đột giữa các lực lượng liên minh thị trường khác biệt, mà mỗi nhóm lực lượng này tìm cách gây ảnh hưởng tác động lên việc tăng và giảm giá của một tài sản cụ thể nào đó. Sự xung đột này hiển nhiên tự nó đã chứa đựng bối cảnh về quy tắc, vai trò của các chủ thể tham gia, các cấu trúc kiểm soát đã được quy chuẩn hóa, các mối quan hệ và hoạt động mua bán của các bên tham gia giao dịch.

Thực tế, hoạt động đầu cơ sinh bong bóng cần hiểu là sự tương phản với sự bất hợp lý của hành vi đám đông. Đầu cơ là sự tổ chức xã hội, được xuất phát từ một hiện tượng, tiến trình quy luật của giá tài sản, qua lăng kính của đám đông, được đọc hiểu thành đặc tính chi phối hành vi người tham gia giao dịch. Với nhận thức này, nhà đầu tư tài sản tổ

chức một cách có ý thức các hành động của mình, và kết cục khiến cho giá tài sản tiếp tục diễn biến theo cán cân giữa các nhóm kỳ vọng đầu tư khác nhau. Có hai quan điểm xung đột với bong bóng đầu cơ ở bước này. Một quan điểm cho rằng bong bóng đầu cơ sinh ra bởi các “diễn viên thị trường” ở trạng thái rời rạc, đơn thể hóa và vô tổ chức. Đại ý là các nhà đầu tư hành động rời rạc nhau và bong bóng là do cán cân giữa các hành vi hỗn loạn xác lập nên. Quan điểm khác, có tính lý giải nguồn gốc xã hội rõ hơn, và chúng tôi nghiêng về quan điểm khoa học này, cho rằng bong bóng hình thành từ các hành động có tính mục tiêu cao của các “liên minh có đủ sức mạnh cần thiết” đang tồn tại và hoạt động trên thị trường.

Trong cuộc khủng hoảng tài chính - tiền tệ châu Á năm 1997, lịch sử kinh tế đương đại chứng kiến cơn cuồng phong tước đoạt tài sản của nhiều thị trường, trong đó nặng nề nhất phải kể đến Hàn Quốc, Thái Lan và Indonesia. Đầu năm 1997, cả ba quốc gia này vừa hân hoan chào mừng năm 1996 với những thống kê tăng trưởng đẹp. Nhưng, chỉ sau vài tháng, xuất hiện một cuộc khủng hoảng tài chính nặng nề khiến mặt bằng giá cổ phiếu chỉ còn bằng $\frac{1}{2}$ so với đầu năm tính bằng nội tệ (won, baht và rupiah), và bản thân các đồng nội tệ thì mất giá chỉ còn bằng một nửa so với đồng USD, bất chấp sự can thiệp ổn định tiền tệ của IMF.

Nguyên nhân tiền tệ của cuộc khủng hoảng này được Edison, Luan-garam và Miller (2000: [28]) nêu lên là do thực tế các đồng nội tệ này trước đây được neo chắc theo đồng USD, và do sức cạnh tranh của nền kinh tế suy giảm khi đồng USD lên giá. Tuy nhiên, sự suy giảm cạnh tranh này không quan sát thấy khi dòng vốn đầu tư vẫn tăng lên, kiến tạo các dòng tín dụng dư so với công suất sử dụng của nền kinh tế. Tín dụng chủ yếu được cấp qua kênh các ngân hàng, lại có nguồn gốc hình thành từ các khoản vay ngoại tệ ngắn hạn. Áp lực từ tín dụng rộng mở, sẵn sàng và dễ dãi đã tạo nên các thị trường tài sản đầu cơ, có mức giá rất cao, vượt ra xa khỏi giá trị cân bằng có thể tính từ lợi ích thương mại thực tế đem lại. Một bong bóng lớn hình thành nhiều năm trên thị trường bất động sản, cổ phiếu và nội tệ. Khi các nhà đầu cơ tiền tệ chính thức phát hỏa với đồng nội tệ, do các đồng tiền này được định giá quá cao, sự sụp đổ giá trị - so với mức ấn định chặt vào đồng USD,

diễn ra nhanh chóng, dẫn tới đổ vỡ dây chuyền các tài sản liên quan như bất động sản, cổ phiếu, trái phiếu chính phủ v.v.. Với nội tệ, đồng won (Hàn Quốc) sụt giá từ 847,5 won/USD năm 1996, xuống mức 1.695 vào cuối năm 1997; đồng rupiah (Indonesia) từ 2.361 xuống 5.650; và baht (Thái Lan) từ 25,7 xuống 46,8 so với 1 USD.

Như vậy, nguyên nhân của bong bóng dẫn đến khủng hoảng tài chính - tiền tệ châu Á 1997-1998 không quá khó hiểu. Nó là kết cục của một quá trình tăng trưởng tín dụng cao độ, từ các nguồn ngoại tệ ngắn hạn, tập trung mạnh vào một vài phân khúc của nền kinh tế như bất động sản, cổ phiếu và cả đồng tiền đang lưu hành. Hiện tượng liên tục tạo ra những dòng tín dụng lớn, tích lũy qua thời gian dài, đã góp phần tạo nên một cơ chế cưỡng đầu cơ trong xã hội, nhờ dễ dàng tiếp cận tín dụng lỏng lẻo. Đó chính là môi trường cho quá trình kích phát bong bóng đầu cơ quy mô ở nhiều nền kinh tế khu vực.

Ở đây, có thể nhìn thấy một ảnh hưởng chống chèo nữa là các giai đoạn của cuộc khủng hoảng cho thấy việc đọc hiểu và quy kết nguyên nhân của các lực lượng thị trường cũng rất khốc liệt. Các chủ nợ, người cấp tín dụng đã nhanh chóng đẩy cuộc khủng hoảng lên cao điểm khi xiết nợ và bán nhanh các tài sản, để bảo toàn vị thế của mình. “Phản ứng bất hợp tác”, mặc dù phản ánh quyền lợi hợp pháp của các chủ thể cấp tín dụng, đã gây ra phản ứng kích thích dây chuyền đẩy bất lợi cho tất cả các chủ thể còn lại của nền kinh tế, và như các nhà nghiên cứu cung cấp bằng chứng, đã góp phần khuếch đại lên nhiều lần mức độ thiệt hại của các nền kinh tế. Sự can thiệp của nhà nước cuối cùng có vai trò rất lớn khi thị trường không còn khả năng tự điều chỉnh một cách sáng suốt như khi nó ở trạng thái cân bằng nữa. Các nhà kinh tế gọi là trạng thái “các công ty khôn ngoan” bị kéo xuống vực thẳm bởi các “công ty kém khôn ngoan”.

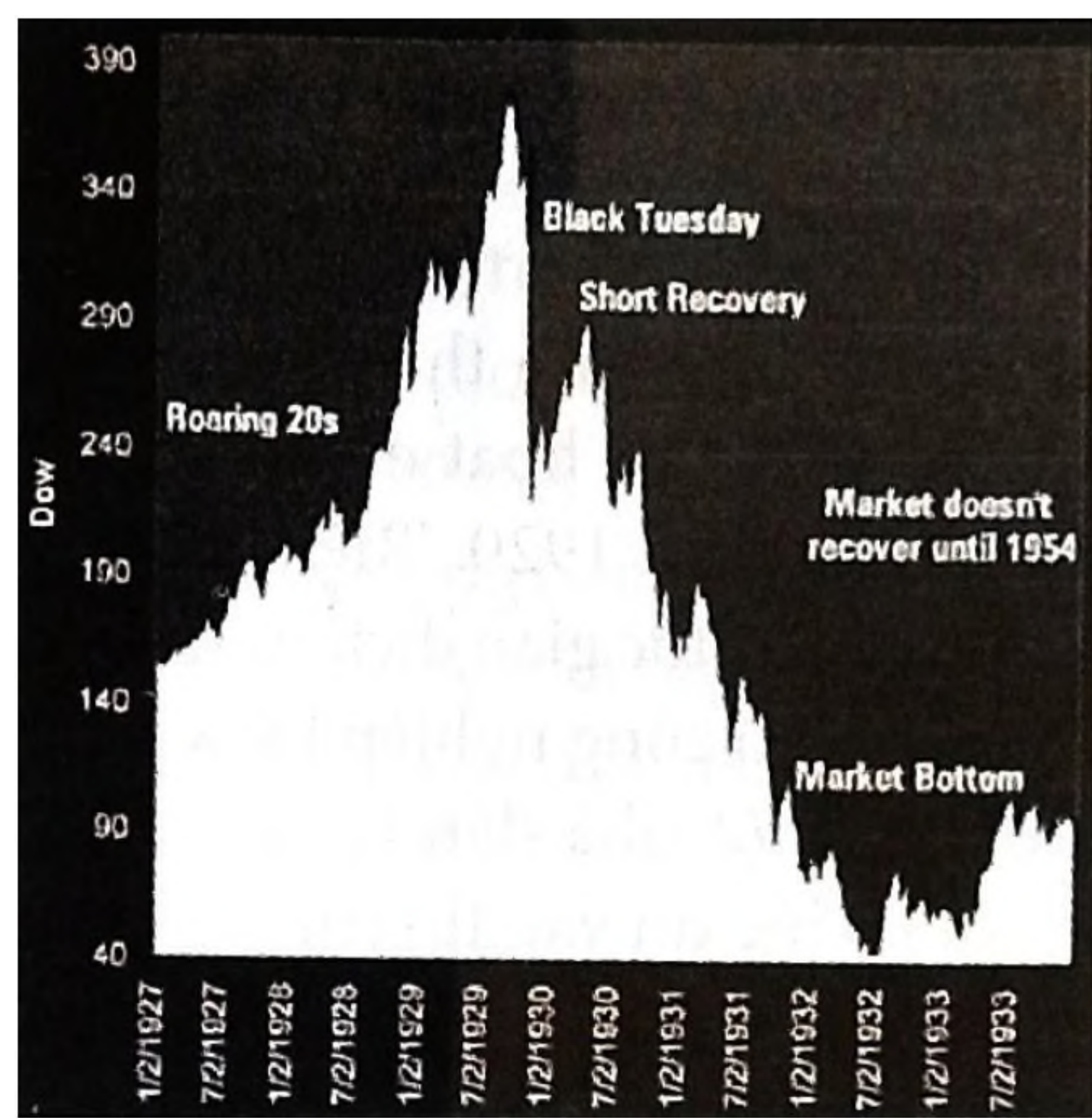
Trong những tình huống như các năm 1997-1998, cuối cùng sự can thiệp khôn ngoan và hiệu quả là tất cả những gì nền kinh tế cần để vượt qua điểm mất cân bằng chết người, như các can thiệp của chính phủ nhằm đóng băng các giao dịch tài sản tài chính, làm chậm lại quá trình siết - bán tài sản hình thành từ nợ vay, tái thiết giảm nợ trong cấu trúc vốn nền kinh tế, và khuyến khích hợp tác cân bằng quyền lợi trong các thương vụ mua bán - sáp nhập trong trật tự.

Khủng hoảng năm 1929

Trong những ngày hứng chịu cơn cuồng phong tín dụng bất động sản dưới chuẩn năm 2008, hình ảnh thê lương của Đại suy thoái năm 1929 gợi rất nhiều cảm xúc. Các hoạt động đầu cơ quy mô lớn được hình thành vào cuối những năm 1920. Riêng năm 1929, một lượng cổ phần kỷ lục là 1.124.800.410 được giao dịch trên sàn NYSE. Từ đầu năm 1928 đến tháng 9/1929, chỉ số công nghiệp Dow Jones tăng từ 191 điểm lên 381,39 điểm. Không một nhà đầu tư nào có thể bỏ qua mức lợi nhuận như vậy. Người ta dốc túi vào thị trường chứng khoán.

Nguy hiểm hơn, với sự tăng ổn định của giá cổ phiếu, người ta bắt đầu vay để mua chứng khoán. Chẳng hạn nhà đầu tư A có thể có 10 USD và vay 75 USD từ người môi giới của mình. Nếu anh ta bán cổ phiếu khi giá là 420 USD ở thời điểm một năm sau, anh ta đã biến từ 10 USD đầu tư ban đầu thành 341,25 USD (420 trừ 75 và 5% lãi suất trả cho người môi giới). Tức là lợi suất lên đến 3.400%. Con số này đủ khiến mọi người phát điên vì cổ phiếu. Cho đến giữa năm 1929, tổng lượng cho vay đang lưu hành của những đơn vị môi giới là hơn 7 tỷ USD, ba tháng sau con số này là 8,5 tỷ USD. Lãi suất thanh toán cho các khoản vay này cũng tăng nhanh không kém, đạt mức 20% vào năm 1929. Cơn bùng nổ đầu cơ này hoàn toàn chỉ dựa trên những niềm tin vô căn cứ, và nó trái ngược với sự sụp đổ khủng khiếp vài tháng sau. Sụp đổ bắt nguồn từ sự sợ hãi.

Giá bắt đầu giảm từ tháng 9/1929, nhưng các nhà đầu tư vẫn rất lạc quan. Thứ hai, ngày 21/10/1929, giá bắt đầu giảm nhanh. Khối lượng giao dịch lớn khủng khiếp. Nhà đầu tư vô cùng hoang mang và sợ hãi. Nhận ra rằng giá đang rơi thẳng đứng, chứ không còn tính được giảm bao nhiêu, nhiều người lao ra bán. Điều này làm cho sự sụp đổ diễn ra nhanh hơn. Ngày thứ năm Đen tối, 24/10/1929, mọi thứ đều vỡ tan. Tới thứ hai của tuần sau đó, ngày 28, giá tiếp tục giảm 13%. Ngày hôm sau, thứ ba Đen tối, giá cổ phiếu giảm liên tục, hàng triệu cổ phiếu được rao bán và không có người mua. Ngày 29/10/1929 thị trường sụp đổ hoàn toàn (xem Hình 11.2).



Hình 11.2: Sụp đổ thị trường chứng khoán năm 1929
 Nguồn: *Dustin Woodard*

11.2.2 Bong bóng tài sản ở Việt Nam

Các tài sản tài chính ngày càng được nhận thức rõ hơn về giá trị trong đời sống kinh tế - xã hội Việt Nam. Sự nhận thức này tăng lên rõ rệt kể từ khi Việt Nam chuyển mạnh sang xây dựng cơ chế kinh tế thị trường, bắt đầu từ năm 1987. Sự xuất hiện của giới đầu tư và thương mại quốc tế tại Việt Nam cũng như quá trình hoạt động của các lực lượng thị trường trong nước, trong quan hệ kinh tế quốc tế, ngày càng làm tăng nhận thức về giá trị và kỳ vọng xã hội với các thị trường tài sản này.

Về nguyên lý kinh tế, sự xuất hiện của hệ thống giá qua đồng tiền và giao dịch bằng tiền là điểm nhấn đầu tiên. Giá, sự tăng giá (giá trị), lợi ích từ lợi tức tài sản và ý thức về sự hữu hạn kèm theo ý thức đầu cơ đã tác động mạnh đến kỳ vọng và làm dịch chuyển hành vi theo đám đông của dân cư. Hiện tượng này có thể tìm thấy qua bằng chứng thực tế ở bất kỳ tài sản nào, chứng khoán, tiền tệ, hay bất động sản.

Hành trình giá của bất động sản từ năm 1986 đến năm 2008 cho thấy các bước tiến về nhận thức giá trị. Đầu tiên là sự xuất hiện cơ chế giá. Tiếp đến là đánh giá lại giá trị gia tăng do đầu tư (không quan trọng là tư

nhân hay công cộng) có liên quan như làm đường giao thông, các tiện ích công cộng (vườn hoa, trường học, bệnh viện...). Rồi lần lượt là nhận thức về tính hữu hạn (nguồn cung hạn chế) khi quy hoạch không công khai thông tin và chi phí đất đối với dịch chuyển công năng sử dụng của đất đai. Lợi ích kinh tế sinh ra từ cho thuê, do vị trí, do tiềm năng phát triển, do người đi thuê cạnh tranh...

Ở bước tiến cuối cùng, chúng ta tìm thấy minh họa thực tế tại các quán cà phê Highland với vị trí đắc địa giữa các khu thương mại, du lịch và tòa nhà công sở sang trọng, tập trung đông người qua lại. Coop. Mart dùng những khu đất tốt nhất để xây dựng siêu thị. Hay như Tập đoàn Tân Tạo chọn vùng quy hoạch ổn định và giao thông chiến lược để phát triển các khu công nghiệp.

Như vậy, các điều kiện nền tảng cho đầu cơ, hướng tới động lực lợi ích kinh tế cá nhân, đã quyết định sự hình thành cấu trúc vi mô của nhóm đầu tư bất động sản. Chỉ cần chiếc van tín dụng được mở ra, sự tăng trưởng sẽ bắt đầu một cách mạnh mẽ. Với chính sách tín dụng “thoáng”, việc hình thành bong bóng chỉ dựa vào một tác nhân duy nhất: ý kiến đồng thuận của xã hội về một kỳ vọng lợi ích chung, và giả định lợi ích này liên tục gia tăng trên một đơn vị tài sản cụ thể - ví dụ 1m² đất. Khi đồng thuận này dẫn tới một kết luận, không cần căn cứ xác đáng, rằng giá trị sẽ liên tục tăng cao, không lệ thuộc vào hàm lợi ích và các ràng buộc kinh tế về tính hiệu dụng của tài sản mà chỉ phụ thuộc vào nhu cầu đầu cơ liên tục tăng cao về trạng thái giá, liên tục được bổ sung theo thời gian, và co hẹp các khoảng cách kỳ vọng giữa các nhóm dân cư, thì bong bóng tài sản sẽ được hình thành, thậm chí chỉ từ một lượng tín dụng nhỏ.

Tín dụng là môi trường cho bong bóng phát triển nhưng tín dụng không quyết định tốc độ phình to của bong bóng. Kỳ vọng của nhà đầu tư mới là tác nhân quyết định. Kỳ vọng đồng thuận cao, bất chấp sự khác biệt về hoàn cảnh, điều kiện kinh tế, về thông tin và khả năng phân tích là nội dung căn bản của hiện tượng “bầy đàn”, đặc biệt quan trọng với thị trường tài sản và được thể hiện rất rõ ở Việt Nam. Khía cạnh này đã được nghiên cứu ở Việt Nam rất cụ thể với những bằng chứng thống kê toán được tiến hành bởi Farber và Vương (2004: [121]).¹

¹Xem thêm: Vương Quan Hoàng and Andre Farber. “Some new results on

Cũng theo một cơ chế hoàn toàn tương tự, chính sách có tác động quan trọng tới thị trường chứng khoán và giá. Chính sách đó, cũng như các điều kiện kinh tế vĩ mô khác, được tải đến xã hội, công chúng đầu tư thông qua hệ thống truyền thông. Hiệu quả, mức độ tác động và quy mô ảnh hưởng tới đâu, phần lớn do hệ thống truyền thông góp phần tạo nên và quyết định.

Sự ra đời và tăng trưởng của các bong bóng luôn nhận được sự hỗ trợ của truyền thông và khuếch đại qua cơ chế đồng nhất hóa kỳ vọng sinh hiệu ứng bầy đàn. Sự kết thúc và “quá trình xì hơi, nổ” bong bóng, cũng có dấu ấn mạnh mẽ của truyền thông. Như vậy, có thể tạm nhận thấy tính “cận thị” của các hệ thống truyền thông nếu chúng ta bác bỏ “lý thuyết âm mưu” trong đó.

Tính thanh khoản và lợi suất kỳ vọng tác động chung tới các tài sản vàng, USD, chứng khoán, bất động sản là hai mặt của quả bong bóng. Chúng đơn giản nhưng có sức mạnh ghê gớm ở hai nghĩa. Sự đơn giản dễ hiểu này tạo ra sức huy động vốn rất lớn, có tính tập trung cao, thường xuyên dẫn tới mất cân đối nghiêm trọng về cấu trúc vốn xã hội, theo quy mô, thời điểm, lãi suất... và hút rất nhiều tín dụng. Ở ý nghĩa thứ hai, hậu quả và sự sụp đổ có ảnh hưởng rất lớn tới đời sống xã hội, trên quy mô rộng khắp, một khi thị trường tài sản đã được xã hội hóa cao độ.

“Bong bóng” đã lần lượt xảy ra với bất động sản, chứng khoán, USD, và vàng. Đôi lúc, xảy ra cùng chiều, cùng lúc với cả chứng khoán và vàng. Có lúc ngược chiều với các nhóm tài sản. Kết cục, có khi là cùng bùng nổ, cùng sụp đổ, hoặc bùng nổ ở đây còn sụp đổ ở kia.

Các thị trường chịu tác động của những quy luật giao dịch vi mô, chịu ảnh hưởng do các tác nhân bên trong hay bên ngoài, bao gồm cả các chính sách vĩ mô. Nhưng mức độ và tốc độ phản ứng thường xuyên nằm ngoài khả năng kiểm soát của cả nhà hoạch định chính sách lẫn các thành phần tham gia thị trường. Vì thế, khoa học kinh tế rất phức tạp do một nguyên nhân quan trọng là kỳ vọng tương lai thay đổi theo vô vàn phương thức khác nhau.

Một khía cạnh biểu hiện khác của sự phức tạp của vấn đề quy luật

nhận thức kinh tế là tác động không đồng nhất, khó đo lường của các chính sách kinh tế vĩ mô khi được chuyển tải thành các tín hiệu tới thị trường hàng hóa và tài sản, nơi các giao dịch vĩ mô biến động nhanh, mạnh, nhất là khi so với độ ổn định tương đối của một hệ thống chính sách vĩ mô. Chúng ta sẽ còn đề cập quan hệ vĩ mô - vi mô trong một phần riêng để có thể kiến giải tỉ mỉ hơn.²

11.3 Tấn công tiền tệ

Tấn công tiền tệ là một hiện tượng được nhiều tác giả quan tâm, đặc biệt khi tiền tệ, như chúng ta trình bày trong phần riêng về nó, vượt ra khỏi phạm vi một phương tiện thanh toán, cất trữ xã hội, trở thành một công cụ điều tiết toàn bộ nền kinh tế nói chung. Quá trình nhanh chóng tiền tệ hóa nền kinh tế ở quy mô rộng khắp ngày càng đặt ra nhiều câu hỏi về phương pháp khắc phục các nhược điểm của nền kinh tế tiền tệ, trong đó có cả hiện tượng chủ đích tấn công các đồng tiền mà sức mạnh nội tại bị suy yếu nghiêm trọng do nhiều nguyên nhân khác nhau.

Salent và Henderson (1978: [95]) và Krugman (1979: [59]) đã sớm đưa ra nhiều lý giải và khuôn khổ kiểm định bằng chứng thống kê về nguyên nhân của tấn công tiền tệ. Salent và Henderson nghiên cứu về khả năng tấn công làm sụt giảm lượng dự trữ vàng của Chính phủ Hoa Kỳ ở một thời điểm xác định.

Krugman (1979: [59]) mở rộng nghiên cứu sang hệ thống tỷ giá hối đoái, chỉ ra một quy luật rằng, dưới hệ thống tỷ giá ấn định chặt giá trị, quá trình liên tục mở rộng tín dụng vượt ra xa khỏi mức cầu tiền tệ thực sự của nền kinh tế. Lúc này, sự tăng giá của đồng tiền là nguyên nhân kích thích các chiến binh tấn công đầu cơ phát động các lực lượng gây sức ép thả nổi đồng tiền, và trục lợi nhờ sự mất giá nhanh trong khoảng thời gian ngắn.

Sâu xa, dòng tư duy chính của các tác giả lớn về kinh tế học hiện đại này dựa trên quan điểm về mô hình khủng hoảng cán cân thanh toán quốc gia. Theo tư duy này, một nền kinh tế trở nên dễ bị tổn thương trước sự kiện tấn công tiền tệ một khi phát sinh sự xung đột nghiêm

²Xem thêm về kết nối vĩ mô - vi mô và hiệu quả chính sách tại trang 446

trọng giữa chủ trương duy trì hệ thống tỷ giá ấn định và các mục tiêu kinh tế chiến lược quốc gia khác, chẳng hạn đảm bảo mức nhân dụng cao (tỷ lệ thất nghiệp giảm) và tăng trưởng với tốc độ ổn định. Theo phương pháp tiếp cận này, hệ thống tỷ giá ấn định chặt theo một giá trị ổn định hay một đồng tiền mạnh sẽ phải chấm dứt khi các thống kê về mất cân bằng vĩ mô của nền kinh tế vượt qua những ngưỡng an toàn cụ thể, chẳng hạn như mức dự trữ quốc gia tối thiểu.

Bên cạnh đó, có những tác giả lại đưa ra giải thích về cơ chế thông tin riêng về phương thức quản lý tiền tệ đặc thù quốc gia và những tác động của sốc ngoại sinh. Theo cách này, không thể dự đoán trước thời điểm thực hiện hành vi tấn công tiền tệ.

Nhìn chung, tấn công tiền tệ được hiểu như hệ thống các hành vi “tự biên tự diễn” - được tổ chức và điều phối công phu do một số thế lực tài chính hoặc một tập hợp lớn nhà đầu cơ với kỳ vọng thu lợi từ xu hướng phá hủy giá trị của một đồng tiền, với hiệu quả tấn công phụ thuộc rất nhiều vào trạng thái tức thời của kỳ vọng người nắm giữ số lượng lớn đồng tiền.

Cơ chế phản ứng với các cuộc tấn công tiền tệ cũng khác nhau. Ví dụ, Ngân hàng Anh rất nổi tiếng trong lịch sử ngân hàng loài người, đã ngay lập tức từ bỏ cơ chế điều hành đồng tiền của mình vào ngày 16/9/1992, chỉ một ngày sau khi “phòng ngự thất bại” bằng phương pháp tăng lãi suất. Ngược lại, Ngân hàng Thái Lan phá giá đồng baht Thái Lan vào ngày 2/7/1997, tức là gần một năm sau khi đồng baht bị tấn công, và vào lúc các tác động dominô đã bao trùm nền kinh tế Thái Lan.

Nhiều trường hợp, các chính phủ và cơ quan bảo vệ đồng tiền quốc gia đã phòng ngự thành công quan điểm cơ chế ấn định tỷ giá. Chẳng hạn như Chính quyền Hồng Kông đã bảo vệ an toàn hệ thống tỷ giá hối đoái liên kết qua nhiều cuộc tấn công tiền tệ kể từ khi hệ thống này ra đời vào tháng 10/1983. Riêng trong giai đoạn 1984-1988, đồng đôla Hồng Kông bị giới tài phiệt gây sức ép phải “định giá lại” không dưới 4 lần.

Nhưng ngay vào năm 1988, giữa lúc căng thẳng, Chính quyền Hồng Kông thậm chí đe dọa áp đặt lãi suất âm, để ngăn cản việc đổ xô nguồn vốn vào mua tích trữ đồng nội tệ - đôla Hồng Kông (HKD), có thể gây ra sự tăng giá bất thường của HKD. Ngay giữa lúc khủng hoảng tài chính

- tiền tệ châu Á càng thẳng nhất, Chính quyền Hồng Kông đã tăng lãi suất đột ngột vào ngày 20/10/1997, và đảo ngược hiệu ứng của cuộc tấn công làm suy yếu giá trị đồng tiền này.

Vào ngày 20/11/2008, tỷ giá hối đoái HKD : USD là 7,7498:1 so với thời điểm tăng lãi suất khủng hoảng tháng 10/1997, vừa đề cập ở trên, tỷ giá là 7,8:1. Thực tế này cho thấy một sự ổn định giá trị đáng khâm phục và nỗ lực bảo vệ đồng tiền của Hồng Kông.

Lịch sử tài chính thế giới cũng chứng kiến nhiều cuộc tấn công tiền tệ thất bại, đồng thời, cũng cho thấy sự tồn tại dai dẳng của hiện tượng này. Đó là các cuộc tấn công đồng USD giai đoạn 1894-1896, đồng bảng Anh năm 1956, v.v.. Các cuộc tấn công thất bại này đều nhờ sự can thiệp của cơ quan bảo vệ tiền tệ quốc gia, và sau này có thêm cơ chế vay mượn khẩn cấp thông qua IMF (mặc dù rất nhiều nhà nghiên cứu không tán thành phương pháp can thiệp và các điều kiện, bài thuốc của IMF). Trong các tình trạng chiến tranh như thế, chúng ta đều thấy nổi lên vai trò của mức độ tín nhiệm của người dân với chính phủ.

Về cơ bản, cơ chế tấn công tiền tệ khá đơn giản. Các nhà đầu tư tìm cách làm suy yếu đồng tiền, bằng việc bán tháo, gây trạng thái hỗn loạn và mất niềm tin vào giá trị đồng tiền, kích thích các quá trình bán tháo tiếp theo trên quy mô rộng lớn. Khi phát động cuộc chiến tranh, họ cũng bán khống những hợp đồng giao dịch tiền tệ có kỳ hạn với mức giá ấn định. Khi sự phòng vệ không chống đỡ được, đồng tiền bị tấn công sẽ sụt giá rất mạnh ở một thời điểm tương lai, và các nhà đầu cơ có cơ hội mua lại với mức giá thấp, hoàn thành nghĩa vụ “giao hàng” với một khoản siêu lợi nhuận do chênh lệch tỷ giá chỉ sau một khoảng thời gian đủ ngắn.

Như vậy, bản thân cuộc tấn công thường xảy ra trong giai đoạn ngắn, nhưng ảnh hưởng của nó thì rất lâu dài với sự phục hồi độ tin cậy, giá trị của một đồng tiền quốc gia. “Trò chơi” khốc liệt này có phần thắng thuộc về bên mạnh, và chỉ bên mạnh mà thôi. Trong cuộc chiến này, mỗi bên tham gia đều chuẩn bị cho mình một phương án cuối cùng. Với các chính phủ bảo vệ là dỡ bỏ cơ chế ấn định/ổn định giá trị đồng tiền. Còn với bên tấn công đầu cơ là quyết định thời điểm từ bỏ tấn công, chấp nhận thiệt hại tài chính. Trong cuộc chiến tàn khốc, các nhà đầu cơ quốc tế luôn đặt giả thiết số một về hy vọng vào sức kháng cự

yếu của quốc gia bị tấn công. Cuộc chiến tranh tiền tệ này còn được các nhà nghiên cứu gọi bằng cái tên: Cuộc chiến suy kiệt tài chính.

Thông thường, cuộc chiến tiền tệ này chấm dứt khi chính lực lượng đầu cơ gặp phải vấn đề hạn chế về nguồn lực tài chính, hoặc sự điều phối không đạt được hiệu quả do sự kháng cự mạnh của nền kinh tế có đủ tiềm lực bảo vệ đồng tiền bằng các công cụ tiền tệ, thanh toán.

Về kỹ thuật phân tích cuộc chiến tranh này có thể tham khảo nghiên cứu của Chan, Sin và Cheng (2003: [22]). Trong mô thức phát động cuộc chiến và duy trì tình trạng chiến tranh, các bên tham chiến đều có những thông tin riêng về tình trạng tài chính của mình. Thông thường, các cuộc chiến tranh tiền tệ đều có các thủ lĩnh phát động đầu cơ và bán tháo, theo các tín hiệu kinh tế và sự tính toán thời gian, dựa trên thông tin riêng mà họ xử lý cho quyết định phục vụ lợi ích tài chính của mình.

Một nghiên cứu quan trọng được Corsetti, Dasgupta và Shin công bố năm 2004 về vai trò “thủ lĩnh” phát động tấn công với cái tựa hấp dẫn - *“Liệu một Soros có làm nên sự khác biệt: Một lý thuyết về các cuộc khủng hoảng tiền tệ với các nhà buôn quy mô lớn và nhỏ”*. Kết luận của Corsetti, Dasgupta và Shin (2004: [41]) khá cuốn hút và đáng để tâm. Sự xuất hiện của thủ lĩnh ở vai trò nhà đầu cơ quy mô lớn, đã khiến cho tất cả các nhà đầu cơ quy mô nhỏ trở nên hung hăng và hiếu chiến hơn nhiều khi bán tháo các đồng tiền. Trong tương quan này, các nhà đầu cơ bất kể lớn nhỏ đều có những luồng thông tin phân tích riêng, khá chính xác về tình trạng tài chính của con mồi. Tuy nhiên, không ai có thông tin hoàn hảo, xác suất thất bại do quyết định dựa trên thông tin không đầy đủ luôn tồn tại.

Sự khác biệt của sự xuất hiện nhà đầu cơ lớn chủ yếu nằm ở trạng thái hung hăng và hành vi tàn khốc của tất cả các nhà đầu cơ tham chiến; chứ không hề quyết định “thắng lợi” của cuộc chiến. Theo các phân tích khoa học, cán cân thuộc về bên có đầy đủ thông tin và độ chính xác tốt để từ đó ra quyết định tối ưu cho lợi ích của mình. Tuy vậy, khả năng gây mất ổn định nền kinh tế và chao đảo hệ thống giá trị trong thời gian diễn ra cuộc chiến sẽ tăng cao, một khi tấn công tiền tệ được dẫn dắt và tập trung mật độ nguồn lực lớn vào tay một số nhà đầu cơ là tài phiệt rất lớn, mà các tác giả mượn tên George Soros để ám chỉ như một khái niệm.

Những băn khoăn về nguy cơ liệu một nền kinh tế năng động như Việt Nam có trở thành đối tượng của các nhóm tài phiệt công nghiệp - tài chính quốc tế trong cuộc chiến tiền tệ sắp tới hay không? Việt Nam đã có những hệ thống quan sát và cảnh báo? đã chuẩn bị những phương án chống đỡ nào? v.v. đã được đề cập không chỉ một lần. So với các cuộc chiến tranh vật chất, chiến tranh tiền tệ có mức độ tàn phá không hề thua kém. Các đợt tấn công tiền tệ có tác động tới cả những yếu tố cội rễ của nền kinh tế như niềm tin của dân cư vào tính ổn định của hệ thống tài chính - tiền tệ và năng lực giải quyết các vấn đề an sinh xã hội của chính phủ.

11.4 Tăng trưởng và lạm phát

Năm 1997, rối loạn tài chính dẫn tới dịch chuyển đột ngột kỳ vọng và niềm tin vào tiềm năng tăng trưởng kinh tế tại một số quốc gia và vùng lãnh thổ Đông Á (Radelet và Sachs: 1998, [87]; Marshall: 1998, [67]; Chang và Velasco: 1999, [21]) cùng các chính sách điều hành vĩ mô và cấu trúc kinh tế lệch lạc (Corsetti, Pesenti và Roubini: 1998, [23]) được xem như hai nguyên nhân trực tiếp tạo thành khủng hoảng. Trong điều kiện của Việt Nam những năm 2007-2008, quan tâm nghiên cứu kinh tế và xã hội còn dành cho nỗ lực tìm kiếm giải pháp phù hợp trong xử lý mức giá tăng và duy trì tốc độ tăng trưởng ổn định thông qua các công cụ lãi suất và tỷ giá. Sự hiện diện của thị trường chứng khoán và dòng vốn FPI là khác biệt lớn của giai đoạn chuyển đổi 20 năm.

Từ lâu, kinh tế học đã quan tâm tìm hiểu mối quan hệ tăng trưởng và lạm phát. Có tồn tại quan hệ này không? Tương quan cùng chiều hay ngược chiều? Tác động qua lại giữa hai đại lượng này trực tiếp hay gián tiếp? Hiệu ứng tạo ra trong ngắn hạn hay dài hạn?... là những câu hỏi thu hút đông đảo các nhà kinh tế học nỗ lực giải đáp. Trong khoảng 50 năm cuối của thế kỷ XX, nổi lên hai quan điểm: tăng trưởng cao trong giai đoạn lạm phát thấp trong những năm 1960 và tăng trưởng cao đi liền với lạm phát cao trong những năm 1980.

Vào những năm 1960, lý thuyết kinh tế học cổ điển cho rằng lạm phát cản trở tăng trưởng kinh tế trở nên kém thuyết phục với sự phổ biến của lý thuyết đường cong Phillips. Khi xem xét mối quan hệ giữa lạm

phát và tỷ lệ thất nghiệp, nhà kinh tế Phần Lan Alban William Phillips đã chứng minh bằng thực nghiệm rằng trong những giai đoạn tỷ lệ thất nghiệp thấp, nền kinh tế có mức lạm phát thấp và ngược lại. Nói cách khác, tăng trưởng kinh tế, sản phẩm được tạo ra nhiều hơn khi nhiều lao động được sử dụng hơn, có tương quan đồng biến dương (+) với lạm phát. Tobin và Sidrausky thậm chí còn đề xuất sự tồn tại của quan hệ này trong dài hạn. Khi lạm phát cao, của cải sẽ không được tích trữ dưới dạng tiền tệ mà tập trung vào các tài sản vật chất, từ đó, sản lượng xã hội có xu hướng gia tăng.

Tuy vậy, bằng chứng thực nghiệm tại các nền kinh tế thuộc OECD lại đưa ra những bằng chứng không hẳn đã ủng hộ luận điểm trên (Harry G. Johnson, 1967: [55]). Nghiên cứu của IMF trong cùng giai đoạn này tại các quốc gia thành viên cũng kết luận không xác định được mối quan hệ giữa tăng trưởng và lạm phát về mặt thống kê (Wai, 1959: [104]); Dorrance, 1963 và 1966: [93], [94]; và Bhatia, 1960: [52]). Năm 1969, Wallich ([15]) tiến hành khảo sát thực nghiệm tại 43 quốc gia xem xét dữ liệu kinh tế trong 10 năm 1956-1965 với giả định ban đầu về tương quan dương giữa lạm phát và tăng trưởng kinh tế. Kết quả hoàn toàn ngược lại. Tương quan âm được chứng minh là có ý nghĩa thống kê.

Biến động kinh tế thế giới trong những năm 1970 và 1980 ghi nhận thực tế về các mức lạm phát cao kỷ lục. Các quan sát trong thời kỳ này đi tới kết luận mức lạm phát cao nhưng ổn định không có tác động đáng kể đến sản lượng. Những nỗ lực nhằm kiểm chế lạm phát do lo ngại mơ hồ mới thực sự khiến nền kinh tế phải trả giá.

Quan điểm phổ biến trong những năm 1980 là tồn tại quan hệ đồng biến giữa lạm phát và tăng trưởng trong ngắn hạn. Tình huống thực tế tại các quốc gia đang phát triển có mức lạm phát cao càng củng cố cho lập luận rằng nỗ lực kiểm chế lạm phát tạo ra cản trở với tăng trưởng kinh tế. Nghiên cứu của Ball (1993: [61]) tính toán được mức độ sụt giảm đáng quan sát của tăng trưởng kinh tế tại các quốc gia OECD trong nỗ lực bình ổn giá cả.

Các nghiên cứu lý thuyết cũng chỉ ra rằng mức lạm phát khi vượt quá một “ngưỡng giới hạn” sẽ tăng đột biến. Khi đó, không một hệ thống kinh tế nào có thể chịu đựng được mức giá cao và biến động, các biện pháp bình ổn buộc phải triển khai khẩn trương và mạnh mẽ. Do vậy,

tình trạng lạm phát cao khó lòng là một trạng thái kéo dài trong nền kinh tế.

Mặt khác, nghiên cứu của Dornbusch và Fischer (1993: [27]) đi đến kết luận rằng một mức lạm phát trung gian trong khoảng từ 15% đến 30% là có thể chấp nhận được trong thời gian tương đối dài mà không gây ra các tác động tiêu cực cho tăng trưởng.

Không có một mô hình hay lý thuyết duy nhất đúng để diễn đạt mối quan hệ giữa lạm phát và tăng trưởng. Tương quan này phải được xem xét cụ thể với mỗi điều kiện kinh tế, tại các thời điểm xác định.

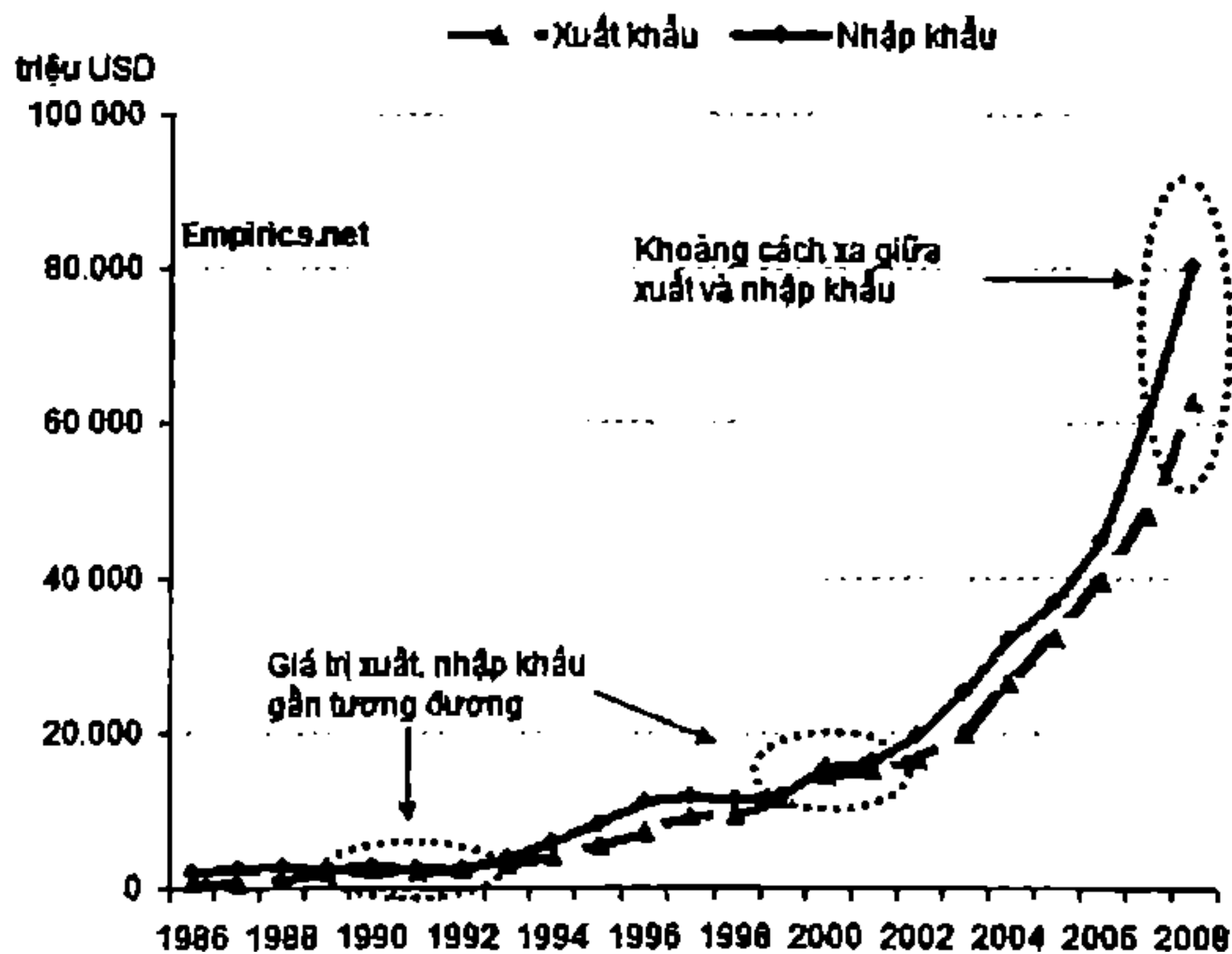
Tháng 5/2008, Viện Nghiên cứu Quản lý Kinh tế Trung ương công bố Báo cáo Kinh tế Việt Nam 2007 và đưa ra ba kịch bản dự báo cho năm 2008. Các chỉ tiêu kinh tế về tăng trưởng kinh tế, mức lạm phát cả năm và thâm hụt cán cân thương mại được ước lượng sẽ ở mức cơ bản 7,2%, 19,4% và 17,3% GDP. Trước đó, vào tháng 4/2008, ADB đưa ra mức dự báo tăng trưởng 7% và lạm phát bình quân 18,3% cho năm 2008. WB, IMF, JETRO... cũng có các dự báo và nhận định lạc quan về tiềm năng phát triển trong dài hạn của kinh tế Việt Nam. Tuy vậy, các nghiên cứu và báo cáo này đều không xem xét mối quan hệ giữa tăng trưởng và lạm phát tại Việt Nam. Một số nhận định, nếu có, thì khá mờ nhạt. Vẫn là dự báo của những tổ chức này, nhưng tới cuối năm 2008, con số đã hoàn toàn thay đổi. Trong các kịch bản thiếu lạc quan hơn, ADB và IMF đều đồng ý rằng mức tăng trưởng 5% hoàn toàn khả thi với Việt Nam trong năm 2009, còn WB thì tin tưởng tăng trưởng kinh tế Việt Nam sẽ vượt qua con số 6,5%.

Đầu những năm 1990, mức lạm phát cao được các nhà kinh tế chấp nhận như một hệ quả của quá trình chuyển sang kinh tế thị trường của Việt Nam. Nhờ cắt bớt chi tiêu chính phủ và kiểm chế tăng trưởng tín dụng tốt, tốc độ lạm phát đã giảm đi đáng kể vào cuối những năm 1990, trong khi tốc độ tăng trưởng kinh tế vẫn tiếp tục được duy trì.

Trong hai năm 1997-1998, mức tăng lên hàng năm của chỉ số giá tiêu dùng không vượt quá một con số. Chỉ số giá tiêu dùng tháng 12/1997 cao hơn so với cùng kỳ năm 2006 là 3,6%. Năm 1998, mức này là 9,2%. Chênh lệch giá tiêu dùng giữa các tháng trong năm không nhiều, vận động theo cả hai hướng tăng lên và giảm đi. Sau Tết Nguyên đán, chỉ số giá tiêu dùng có xu hướng giảm xuống. Vào tháng 3 của các năm 1996

và 1997, chỉ số giá tiêu dùng so với tháng trước đều giảm, lần lượt là 2,3% và 3%.³

Giai đoạn 1992-1997, Việt Nam đạt tốc độ tăng trưởng kinh tế cao – bình quân 9%/năm. Động lực tăng trưởng trước tiên gắn liền với mức đầu tư và tăng trưởng công nghiệp cao, được hỗ trợ mạnh mẽ từ nguồn vốn FDI lên tới 2 tỷ USD mỗi năm, đã đóng góp từ 5-10% GDP hàng năm. Trong năm 1997, nguồn vốn hỗ trợ phát triển cũng giải ngân được tới 1 tỷ USD. Sản lượng và xuất khẩu đầu năm 1997 tăng lên 1,4 tỷ USD, gấp gần hai lần con số 750 triệu USD của năm 1992. Nông nghiệp cũng tiếp tục tiến lên với tốc độ 4-5% mỗi năm. Việt Nam trở thành nhà xuất khẩu gạo và cà phê quan trọng trên thị trường quốc tế.



Hình 11.3: Giá trị xuất, nhập khẩu hàng hóa thời kỳ 1986-2008

Nguồn: Tổng cục Thống kê

Kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam đã tăng từ 2 tỷ USD năm 1991 lên gấp hơn 4 lần sau 6 năm. Giá trị xuất khẩu năm 1997 là gần 9,2 tỷ USD. Tuy vậy, cuộc khủng hoảng tài chính - tiền tệ châu Á cũng khiến bước tiến của kinh tế Việt Nam chậm lại. Tốc độ tăng trưởng GDP bình quân đầu người 6-7%/năm trong những năm 1990-1997 đã không thể

³Tính toán từ số liệu chỉ số giá tiêu dùng các tháng trong các năm 1995-2006, Tổng cục Thống kê.

tiếp tục duy trì và giảm xuống còn 4%/năm vào giai đoạn 1998-1999 (Dapice: 2001, [24]). Khó khăn tài chính của khu vực làm giảm lượng vốn FDI từ các nhà đầu tư láng giềng và khiến nhiều dự án lâm vào tình trạng dở dang. Trị giá xuất khẩu năm 1998 đạt 9,3 tỷ USD, tăng không đáng kể so với năm 1997. Trong các năm 1995 và 1996, giá trị xuất khẩu đều đạt tốc độ tăng trưởng cao, lần lượt là 30% và 27%. Cũng giống như giai đoạn 1990-1992, trong giai đoạn 2000-2002, giá trị xuất và nhập khẩu hàng hóa gần tương đương nhau. Tuy nhiên, năm 2007 và kéo dài tới đầu năm 2008, nhập siêu đã tăng lên nhanh chóng (xem Hình 11.3).

Kể từ năm 2000, tăng trưởng kinh tế của Việt Nam ổn định ở mức 7-8%/năm (Hình 11.4). Mức lạm phát cũng liên tục tăng lên trong cùng thời gian. Cuối năm 2007, mức lạm phát hai con số (12,6%) trở lại kể từ đầu những năm 1990. Lo ngại này càng tăng lên khi chỉ số giá cả không ngừng đi lên trong nửa đầu năm 2008. Chỉ số giá tiêu dùng của 6 tháng đầu năm 2008 tăng 20% so với cùng kỳ năm 2007.⁴

Chỉ số giá tăng cao của năm 2008 khiến các lựa chọn chính sách trở nên khó khăn hơn trong điều kiện ràng buộc với giữ ổn định tốc độ tăng trưởng kinh tế, với nhiều thay đổi căn bản của hệ thống kinh tế.

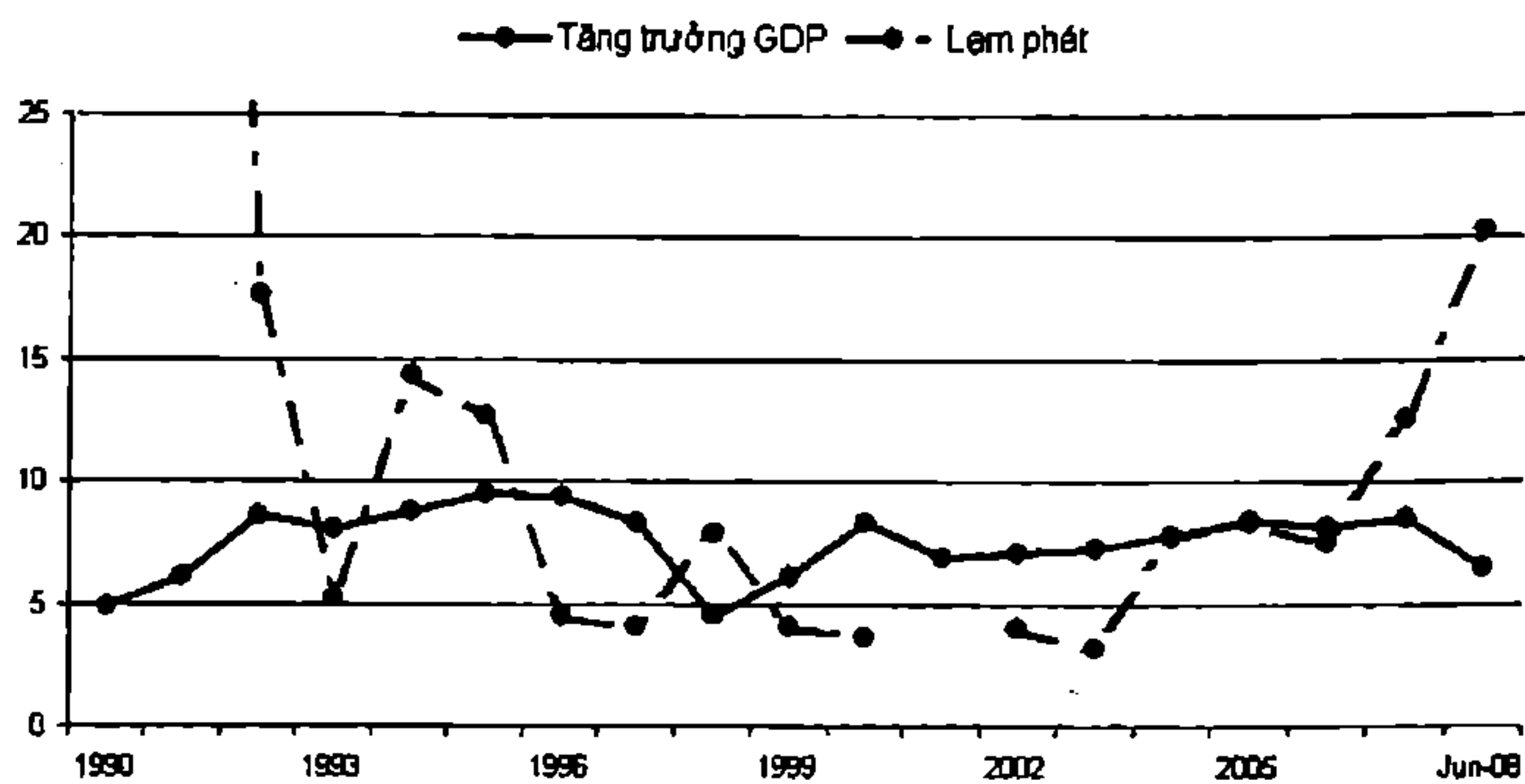
Vai trò của thị trường ngày càng mở rộng. Hoạt động kinh tế được tiền tệ hóa rộng rãi. Với tư cách là thành viên chính thức của WTO, Việt Nam mở rộng cửa với các hoạt động thương mại, dịch vụ và đầu tư nước ngoài. Cấu trúc sản xuất và việc làm dịch chuyển sang các lĩnh vực sử dụng nhiều nhân công, định hướng xuất khẩu.

Kinh tế tư nhân nổi lên mạnh mẽ và cùng với khu vực kinh tế có vốn đầu tư nước ngoài đóng vai trò quan trọng trong nền kinh tế. Hệ thống tài chính phát triển nhanh chóng nhờ sự hiện diện của thị trường chứng khoán và hàng loạt ngân hàng thương mại, tổ chức tài chính tư nhân (trong nước và quốc tế).

Kết quả là các loại giá cả tương đối - tiền lương thực tế, tỷ giá hối đoái thực tế và lãi suất thực tế đều nhạy cảm với lạm phát và có ảnh hưởng lớn hơn rất nhiều tới chia sẻ nguồn lực, phân phối thu nhập cũng như hiệu quả chung của nền kinh tế. Những thành quả của tăng trưởng và quốc tế hóa nền kinh tế đặt những nhà lãnh đạo và điều hành kinh tế vĩ mô Việt Nam trong một tình thế phức tạp hơn rất nhiều so với kinh

⁴Tổng cục Thống kê, tháng 6/2008

nghiệm giải quyết lạm phát trong quá khứ.



Hình 11.4: Tăng trưởng GDP thực tế và lạm phát: 1990-2008
Số liệu thống kê của IMF. Đơn vị: %

Trong khi tăng trưởng cung tiền tạo ra lạm phát tại Việt Nam, biến động giá ngoại sinh cũng đóng góp đáng kể vào mức giá tăng cao trong năm 2008. Do đó, tách biệt phần đóng góp của các hiệu ứng mở rộng tiền tệ ở mặt cầu và cú sốc giá ngoại sinh ở mặt cung sẽ rất hữu ích trong việc xác định cụ thể nguyên nhân và giải pháp xử lý lạm phát. Khó khăn chủ yếu của cách tiếp cận này nằm ở việc tập hợp đầy đủ các số liệu thống kê tin cậy ở mức cần thiết.

Cặp phạm trù tăng trưởng và lạm phát còn tiếp tục là vấn đề thu hút nhiều quan tâm và tranh luận. Nhiệm vụ giữ thăng bằng giữa tăng trưởng bền vững và duy trì mức lạm phát vừa đủ để tạo động lực thúc đẩy vận hành tích cực của cỗ máy kinh tế của các nhà điều hành kinh tế vĩ mô yêu cầu đồng thời đầu vào khoa học gồm các thông tin, thông số kinh tế, khuyến nghị và đề xuất từ các nguồn tham mưu, nghiên cứu, và biện pháp xử lý nghệ thuật đúc kết từ kinh nghiệm và hiểu biết các đặc trưng riêng có của nền kinh tế Việt Nam. Mọi biện pháp xử lý vấn đề tăng trưởng - lạm phát đều hướng tới mục tiêu cao nhất và cuối cùng: mọi người dân Việt Nam có đời sống ấm no và dân tộc Việt Nam cường thịnh.

11.5 Dòng vốn nước ngoài

Khi chưa có thị trường chứng khoán, dòng vốn nước ngoài vào Việt Nam tập trung chủ yếu qua kênh FDI và nhanh chóng chứng tỏ là động lực quan trọng thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Trong giai đoạn 1992-1997, vốn đầu tư nước ngoài đóng góp từ 5% đến 10% GDP hàng năm. Bên cạnh đó, khoảng 700 triệu USD vốn FPI đã vào Việt Nam cùng 8 quỹ đầu tư hoạt động trong đầu những năm 1990. Khó khăn trong việc tìm kiếm cơ hội bỏ vốn và tác động của khủng hoảng tài chính - tiền tệ khu vực năm 1997 đã chuyển hướng dòng vốn này ra khỏi Việt Nam. Chỉ đến khi thị trường chứng khoán phát đi tín hiệu khởi sắc vào năm 2005, các nhà đầu tư tài chính quốc tế mới thể hiện rõ ràng sự quan tâm tới tiềm năng của Việt Nam.⁵

Dòng vốn nước ngoài vào Việt Nam còn được thể hiện trên cán cân thanh toán. Nỗ lực mở cửa nền kinh tế đã mang lại những kết quả đáng khích lệ trong hoạt động ngoại thương với kim ngạch xuất nhập khẩu liên tục tăng cao. Năm 2006 đã có 9 mặt hàng đạt doanh thu xuất khẩu trên 1 tỷ USD. Tuy vậy, nhập khẩu luôn cao hơn xuất khẩu và xu hướng gia tăng nhập siêu chưa có dấu hiệu điều chỉnh. Nguồn hình thành dự trữ ngoại hối chủ đạo là các dòng vốn FDI và FPI tăng mạnh kể từ năm 2004.

Bảng 11.3: Cán cân thanh toán của Việt Nam, giai đoạn 2004-2007

	2004	2005	2006	2007	2007 (*)
Tài khoản vãng lai	-1,6	0,2	0,2	-6,4	-9
Số dư hàng hóa và dịch vụ	-3,2	-2	-2,8	-9	-12,6
Số dư thu nhập từ đầu tư	-0,9	-1,2	-1,4	-1,6	-2,3
Chuyển tiền cá nhân ròng	2,5	3,4	4,4	4,2	5,9
Tài khoản vốn	2,6	1,9	4,1	15,2	21,4
FDI ròng	1,9	2	2,4	4	5,6
Các dòng tài chính khác (ròng)	0,7	-0,1	1,7	11,2	15,8
Thay đổi dự trữ ngoại tệ	1	2,1	4,3	8,8	12,4

Nguồn: Tổng hợp của IMF. Đơn vị: tỷ USD () Tính toán % với GDP*

Số dư tài khoản vốn năm 2006 là 4,1 tỷ USD, gấp hơn hai lần con

⁵2008: [114].

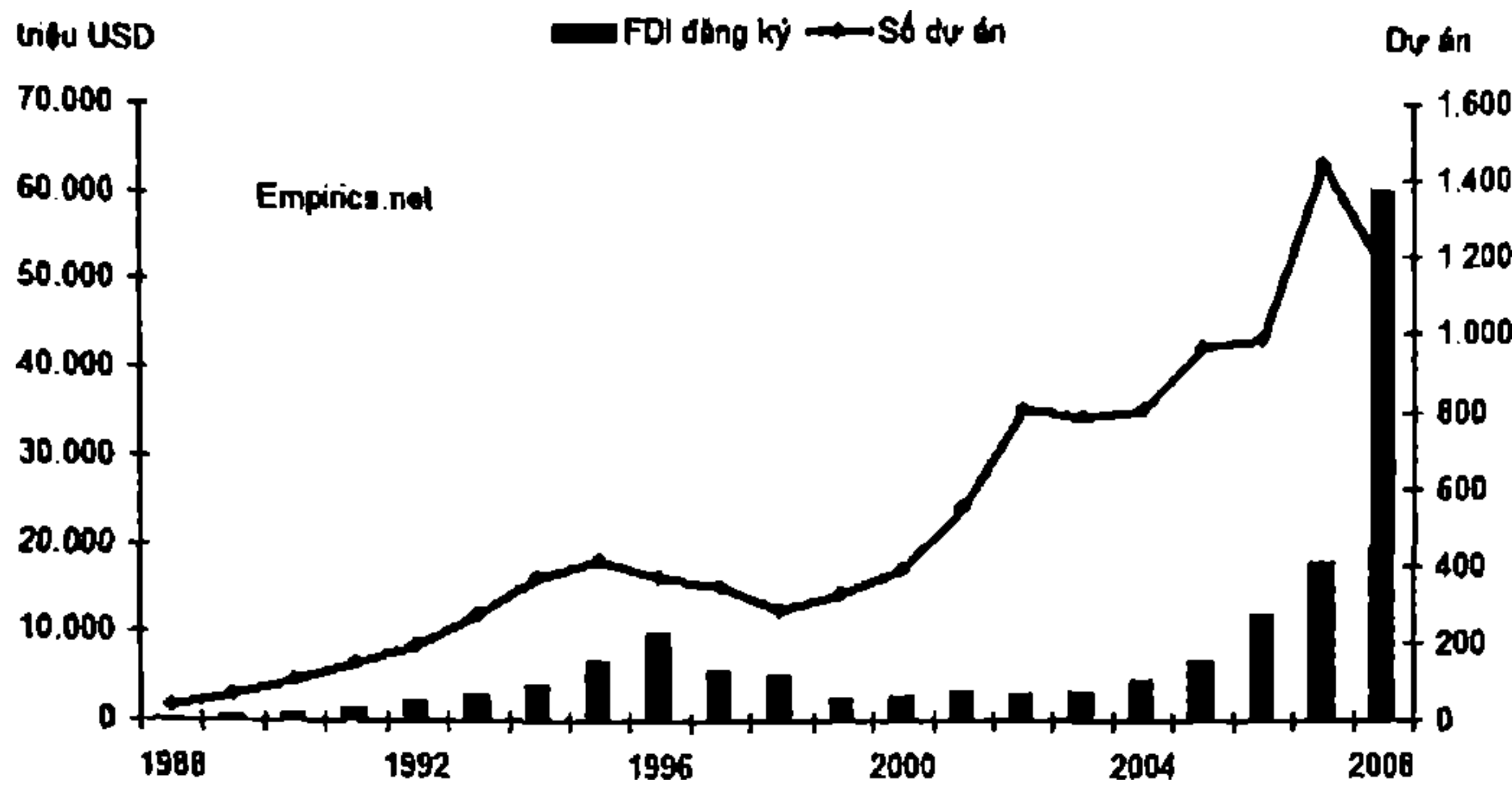
số 1,9 tỷ USD của năm 2005. Năm 2007 mới thực sự ấn tượng. Vốn FDI ròng vào Việt Nam có giá trị 4 tỷ USD (gấp gần 2 lần năm 2006, xem Hình 11.5) và các dòng tài chính khác (bao gồm cả ODA, vốn vay, và đầu tư gián tiếp) có giá trị kỷ lục là 11,2 tỷ USD (năm 2006 là 1,7 tỷ USD). Đóng góp từ nguồn kiều hối vào dự trữ ngoại tệ quốc gia cũng đang tăng lên, trung bình 4 tỷ USD hàng năm.

Năm 2008, kinh tế thế giới gặp rất nhiều khó khăn, nhưng lượng vốn FDI cam kết dành cho Việt Nam vẫn tăng cao kỷ lục. Theo Tổng cục Thống kê, trong năm 2008, các dự án FDI được đăng ký mới đạt quy mô vốn cam kết vượt trên 60 tỷ USD. Đây là con số rất ấn tượng, gấp hơn 3 lần năm 2007 và hơn 8 lần năm 2005. Mặc dù vậy, tỷ lệ vốn giải ngân trong năm 2008 mới đạt 18% con số đăng ký. Đây không phải vấn đề mới với vốn FDI. Nhưng trong bối cảnh tương phản giữa cam kết con số vốn lớn từ bên ngoài với thiếu vốn nặng nề của nền kinh tế trong nước, đặc biệt là khu vực kinh tế tư nhân, thì chênh lệch giữa số đăng ký và giải ngân thực tế trở thành tâm điểm của nhiều trao đổi.

Theo khảo sát 140 doanh nghiệp FDI của Viện Nghiên cứu Quản lý Kinh tế Trung ương, nguyên nhân giải ngân chậm tập trung vào bốn nhóm lý do chủ yếu: (i) thay đổi chính sách ở địa phương (20%), (ii) khó khăn về giải quyết thủ tục đầu tư (17%); (iii) thay đổi trong chiến lược kinh doanh của công ty mẹ, bắt nguồn từ những biến cố kinh tế toàn cầu (15%); và (iv) môi trường đầu tư không thuận lợi như dự đoán ban đầu (17%). Đây là những con số thống kê rất có ý nghĩa.

Trong năm 2007, thâm hụt thương mại tăng gấp ba lần so với năm 2006, tương đương gần 13% GDP. Khoảng 40% dòng vốn tài chính đổ vào Việt Nam (hơn 21% GDP) đã được sử dụng để bù đắp phần thâm hụt trên tài khoản vãng lai. Trong hai năm 2005 và 2006, gần như toàn bộ tài khoản vốn được chuyển thành dự trữ ngoại tệ quốc gia. Khi số dư của tài khoản vốn tăng khoảng hai lần từ 1,9 tỷ USD lên 4,1 tỷ USD, thay đổi dự trữ ngoại hối cũng tăng tương ứng từ 2,1 tỷ USD lên 4,3 tỷ USD. Con số 8,8 tỷ USD chênh lệch giữa tài khoản vốn và vãng lai được Ngân hàng Nhà nước Việt Nam mua vào và bổ sung nguồn dự trữ ngoại hối.

Các hình thức FDI, ODA, FPI vào các thị trường tài sản cùng nhau hình thành dòng vốn ngoại chảy vào Việt Nam. Tuy vậy, những loại



Hình 11.5: Dòng FDI thời kỳ 1988-2008
Nguồn: Tổng cục Thống kê

hình này có sự khác nhau cơ bản về mức độ rủi ro. Các nguồn vốn FDI và ODA có rất ít khả năng đột ngột đổi hướng. Vốn đầu tư gián tiếp vào các thị trường cổ phần và nợ thì ngược lại, rất dễ thay đổi.

Từ cuối những năm 1980, viện trợ của Liên Xô cho Việt Nam giảm. Nguồn vốn hỗ trợ phát triển trong giai đoạn 1991-1992 đến từ UNDP và một vài quốc gia Bắc Âu như Thụy Điển,⁶ Đan Mạch⁷ hay Phần Lan.⁸ Do hạn chế bởi các lý do chính trị quốc tế, các tổ chức WB và IMF không thể cung cấp tài chính cho Việt Nam cho tới tận năm 1993. Trọng tâm viện trợ từ các nhà tài trợ quốc tế trong giai đoạn 1989-1992 là các ý tưởng và hỗ trợ kỹ thuật, xây dựng năng lực chứ không phải là tiền. Quy mô viện trợ trong những năm này không vượt quá 1% GDP. Nguồn vốn tài trợ có nhiều đóng góp tích cực trong nỗ lực nhằm xóa đói - giảm nghèo chung của Việt Nam. Tuy nhiên, nguồn vốn này có xu hướng giảm dần. Năm 2008, theo công bố của Bộ Kế hoạch và Đầu tư, thu nhập bình quân đầu người của Việt Nam đã vượt 1.000 USD/năm. Việt

⁶Viện trợ không hoàn lại của Thụy Điển cho Việt Nam trong giai đoạn 1990-1998 khoảng 950 triệu USD

⁷Kể từ năm 1993 đến năm 2008, Đan Mạch viện trợ cho Việt Nam gần 1 tỷ USD.

⁸Trong giai đoạn 1993-2006, Phần Lan viện trợ cho Việt Nam gần 200 triệu USD với 32 dự án

Nam dẫn bút ra khỏi nhóm các quốc gia chậm phát triển, đồng nghĩa với việc các khoản tài trợ và ưu đãi tín dụng sẽ sớm kết thúc.

Trái với FDI và ODA là những dòng vốn ít khả năng đột ngột đổi hướng, FPI vào các thị trường cổ phần và nợ rất dễ đổi chiều. Ngay từ nửa cuối năm 2006, nguồn vốn FPI dồi dào đã được chuyển vào thị trường chứng khoán Việt Nam khi chỉ số thị trường nhanh chóng tăng trưởng 200%. Trong năm 2007, có tới 10 tỷ USD FPI vào Việt Nam, tương đương 15% GDP.

Với suy giảm trên thị trường chứng khoán kể từ đầu năm 2008, lợi tức kỳ vọng cao từ trái phiếu chính phủ và dự báo đồng Việt Nam tăng giá là tín hiệu dẫn đường cho một dòng vốn lớn đổ vào hoạt động đầu cơ tỷ giá vào thời điểm tháng 3/2008. Hành động này được đại diện một quỹ đầu tư nước ngoài tại Việt Nam lý giải rằng các nhà đầu tư nước ngoài có thể sử dụng đồng USD với mức lãi suất phổ biến xấp xỉ 6% để đầu tư vào một đồng tiền có xu hướng tăng giá rõ ràng. Theo số liệu thống kê chưa chính thức, các nhà đầu tư nước ngoài đã thực hiện 95% tổng giá trị giao dịch trên cả thị trường nợ chính phủ sơ cấp và thứ cấp. Trong tháng 3/2008, giá trị giao dịch bình quân của các nhà đầu tư nước ngoài mỗi ngày ước đạt khoảng 40 triệu USD, gấp hai lần so với cùng thời điểm năm 2007.

Những biến động khó lường của tình hình kinh tế thế giới trong năm 2008 đã đẩy lên lo ngại về khả năng dòng vốn nước ngoài rút ra khỏi kinh tế Việt Nam. Trong quý III/2008, các nhà đầu tư nước ngoài đã rút 15 tỷ USD khỏi Hàn Quốc, 11,3 tỷ USD khỏi Đài Loan. Con số này tại Ấn Độ và Thái Lan lần lượt là 5,3 tỷ USD và 3 tỷ USD. Các nhà đầu tư đã chuyển 70 tỷ USD ra khỏi nước Nga trong tháng 10 và 11/2008. Điều này dẫn tới sự sụt giảm 30% dự trữ ngoại tệ của Nga và làm đồng rúp mất giá nghiêm trọng.

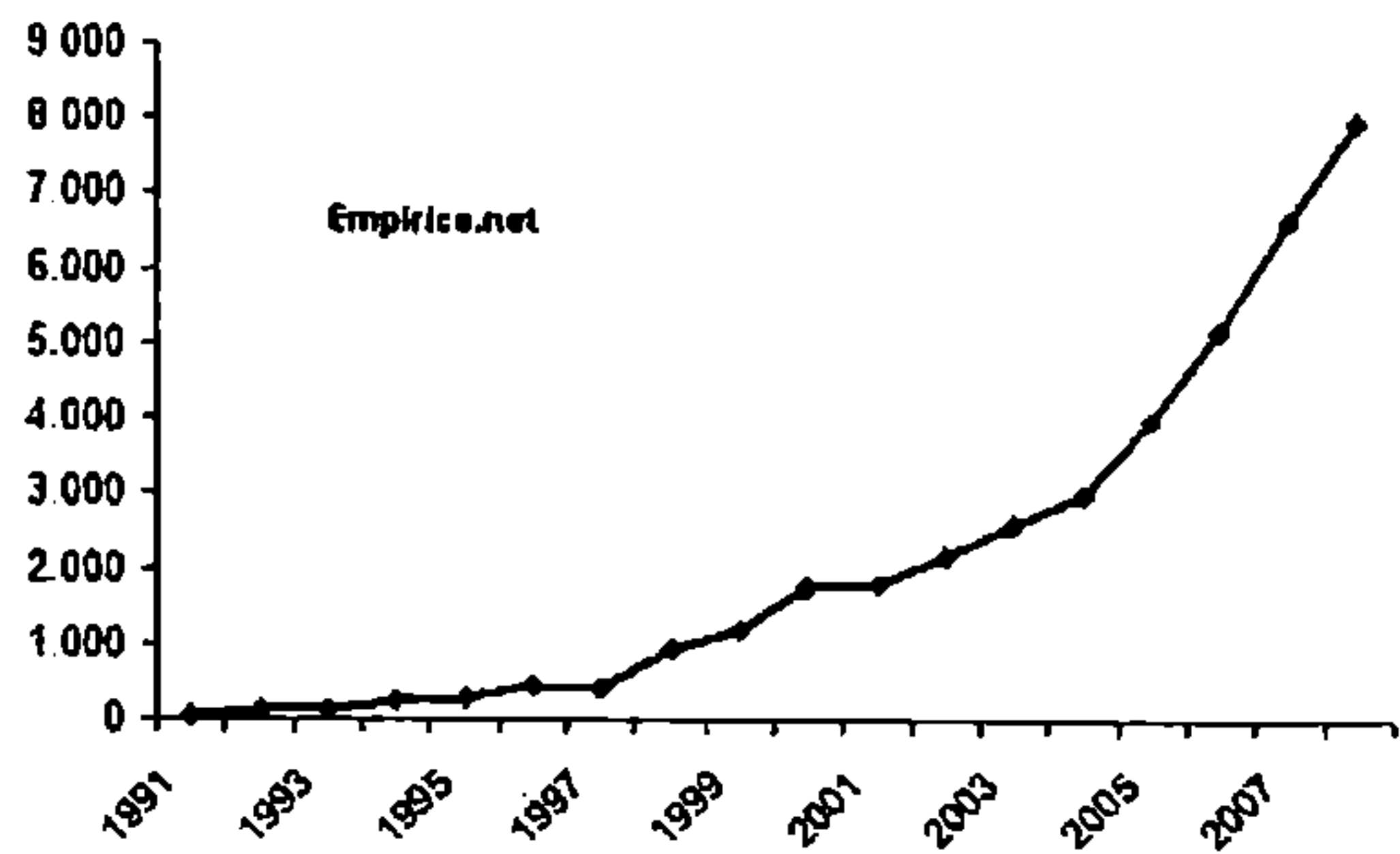
Nếu tăng trưởng kinh tế vẫn có thể duy trì ở mức 6-6,5%/năm trong những năm tiếp theo, Việt Nam sẽ tiếp tục là nền kinh tế thu hút nhiều sự quan tâm của cộng đồng kinh doanh và tài chính quốc tế, cho dù trong trung hạn, khó khăn về nguồn vốn và tín dụng quốc tế chưa qua đi. Quy mô vốn FDI cam kết cần nhiều năm nữa mới có thể vượt qua con số kỷ lục của năm 2008. Ưu tiên đẩy nhanh tiến độ và tăng cường giải ngân các dự án đã có cam kết vốn trong những năm trước là lựa

chọn hợp lý so với những nỗ lực nhằm thu hút thêm các cam kết đầu tư mới. Trong khi đó, WB dự báo dòng vốn tư nhân chảy sang các nước đang phát triển sẽ giảm mạnh từ 1.000 tỷ USD năm 2007 xuống còn 530 tỷ USD trong năm 2009.

Còn một thực tế rằng giá các tài sản tài chính tại Việt Nam vào cuối năm 2008 đã ở mức rất thấp. Có thể coi đây là thời điểm thuận lợi cho khoảng 10 tỷ USD - đang “nằm chờ” tại các quỹ đầu tư, giải ngân vào Việt Nam. Lượng vốn FPI này gần tương đương với vốn FDI đã thực hiện trong năm 2008. Ưu thế của dòng vốn này là có khả năng nhàn lên trong thời gian ngắn và tiếp tục vận động trong nền kinh tế Việt Nam cho tới hết thời gian hoạt động của quỹ, thường từ 7 đến 10 năm. Khả năng xuất hiện tình trạng rút vốn hàng loạt (capital flight) như từng xảy ra với nhiều nền kinh tế Đông Á trong khủng hoảng 1997 hầu như không có với Việt Nam. Lý do căn bản là vì thị trường chứng khoán Việt Nam đã qua rất lâu thời kỳ đỉnh cao. Ngoài ra, Việt Nam vẫn đang trong quá trình dần nới lỏng kiểm soát tài khoản vốn chứ chưa hoàn toàn áp dụng cơ chế tự do. Để khai thác hiệu quả dòng vốn FPI, cùng với hỗ trợ chính sách từ Chính phủ, tự thân các doanh nghiệp cần làm tốt công tác truyền thông tài chính, đẩy mạnh và phát triển thương hiệu.

Trên tài khoản vãng lai của Việt Nam, khoản mục “Chuyển tiền cá nhân ròng” ghi nhận những con số đáng kể, luôn tương đương với mức thặng dư của tài khoản vốn trong thời gian từ sau năm 2004 (Bảng 11.3). Nguồn kiều hối chuyển về Việt Nam đã tăng liên tục trong gần 2 thập kỷ, Hình 11.6.

Giá trị kiều hối ngày một tăng cao, đặc biệt từ sau năm 2000, trước tiên là minh chứng rõ ràng cho tình cảm đồng bào của người dân Việt Nam. Đây cũng là sự ghi nhận hiệu quả của các chính sách đoàn kết đã được Đảng chỉ đạo và Chính phủ thi hành nhất quán. Trên phương diện kinh tế, kiều hối là dòng vốn có chi phí huy động rất thấp - hầu như không đáng kể. Nếu so sánh với các khoản chi phí hàng năm nền kinh tế dành cho hoạt động thúc đẩy xuất khẩu, kêu gọi đầu tư thì hiệu quả thu hút kiều hối càng cao hơn. Trong năm 2008, dù kinh tế toàn cầu gặp rất nhiều khó khăn, bà con kiều bào vẫn gửi về quê hương 8 tỷ USD. Số tiền này gần tương đương 80% vốn FDI giải ngân trong cùng năm.



Hình 11.6: Kiều hối chuyển về Việt Nam
Đơn vị: triệu USD

Tuy vậy, đặc điểm của vốn kiều hối là mục đích sử dụng rất tản mát, khó huy động cho các hoạt động kinh tế quy mô lớn và triển khai dài hạn. Cũng giống như vốn FDI, FPI và ODA, để phát huy tốt nhất hiệu quả nguồn lực từ bên ngoài, thì nội lực của nền kinh tế phải đủ khỏe. Nội lực đó, không gì khác hơn, chính là sức cạnh tranh của hệ thống kinh tế Việt Nam với thể hiện ở cấp vĩ mô là năng lực sản xuất - kinh doanh hiệu quả của cộng đồng doanh nghiệp.

Nguồn lực nước ngoài có vai trò động lực quan trọng thúc đẩy tăng trưởng kinh tế của Việt Nam. Câu chuyện với dòng vốn quốc tế dành cho Việt Nam không dừng lại ở chỗ phát hiện, mà còn tiếp tục với việc khơi dòng, bồi bổ và phát triển nguồn vốn đó. Những nhiệm vụ này được triển khai thành nỗ lực cụ thể trong xây dựng hạ tầng cơ sở, phát triển nguồn nhân lực, hoàn thiện hành lang pháp lý và xây dựng môi trường đầu tư - kinh doanh thuận lợi, công bằng và bình đẳng.

Chưa thể điểm hết vấn đề với các thị trường tài sản và rộng hơn là nền kinh tế Việt Nam, nhưng xu thế tổng quan đang được định hình ngày một rõ nét hơn là vai trò trọng yếu của chiếc van tín dụng trong điều chỉnh hướng đi và tốc độ dòng chảy kinh tế. Điều đáng nói là tín dụng không “chảy như nước”, theo cách mà chúng ta vẫn nhìn thế giới làm ăn thực và mô tả trực quan, dễ hình dung. Tín dụng chảy có điều kiện. Tập điều kiện ấy đang gia tăng thêm các thông số, ngày càng nhiều

hơn, khắt khe hơn, khi bối cảnh khủng hoảng, thất nghiệp và phá sản có nguy cơ tăng cao hơn (Hoàng, 2009: [109]).

Hiệu quả đồng vốn vẫn là điều người ta nhắc đến, trước tiên và trên hết. Ngoài phía doanh nghiệp, đó còn phải là hiệu quả của giới tài chính và ngân hàng - hiện là “kẻ tội đồ” của toàn cầu. Hiệu quả ấy, xét một cách toàn diện, còn liên quan tới “con chim báo bão” mà Việt Nam đã gặp: lạm phát. Lượng tiền lớn trong lưu thông hiển nhiên sẽ gọi con chim ấy bay nhanh hơn.

Vậy ngoài việc xử lý cái van qua việc cắt, cắt và cắt lãi suất, các hướng khác tận dụng công cụ chính sách tiền tệ là cái cần bàn.

Về công cụ thông tin và khoảng chênh lãi suất. Năm 2004-2005, Ngân hàng Nhà nước đã yêu cầu các ngân hàng thương mại xây dựng định mức phân loại rủi ro. Đây là ứng dụng bậc nhất của công nghệ thông tin. Nó vừa giúp xóa tình trạng bất cân đối thông tin, vừa nới rộng khoảng lãi suất, và phân nhóm chất lượng tín dụng. Ngoài chuyện Basel II bắt buộc chuẩn xếp hạng tín dụng khách hàng, ý nghĩa lành mạnh tài chính của công việc bắt buộc này thừa đủ để bắt tất cả phải quyết tâm. Nhưng trên thực tế, mức độ co cụm của dải lãi suất hiện nay là đáng lo ngại. Khoảng chênh quá hẹp giữa các khách hàng cho thấy hầu như quyết định của ngân hàng thương mại dừng ở: có cho vay hay không; chứ không phải vay ở lãi suất nào, tương ứng với từng nhóm rủi ro. Một khi không còn việc kích cầu qua lãi suất,⁹ nguyên lý này sẽ quay trở về chỗ đứng số 1 của nó trong định giá các khoản vay.

Về xử lý tài sản. Tài sản xấu là vấn nạn đằng sau tất cả những gì diễn ra ở Việt Nam cũng như toàn cầu trong cuộc khủng hoảng tài chính - tiền tệ những năm 2007-2009. Nợ xấu gây ra đủ mọi chuyện.¹⁰ Nhưng cả giới học thuật và các nhà điều hành chính sách hiện đại đều chưa tìm ra các phương án xử lý nợ xấu thật yên tâm. Ý tưởng có thể nghĩ tới hiện tại là xây dựng cơ cấu công - tư phối hợp để mua và góp vốn bằng nợ xấu có quy mô lớn. Để làm được điều đó, định giá lại khoản nợ và xếp nhóm tốt - xấu là việc cần phải làm. Những việc này, trên thực tế không

⁹ Chính sách này được sử dụng tại Việt Nam vào tháng 3/2009

¹⁰ Vấn đề nợ xấu từng gây rất nhiều sự cố trong hệ thống ngân hàng thương mại Việt Nam cuối những năm 1990 và phải mất nhiều năm sau mới tạm xử lý được. Xem kỹ hơn tại Chương 8.

khó khăn về mặt kỹ thuật. Một cơ cấu pháp lý cho nó mới là chuyện phải bàn.

Về củng cố thị trường vốn. Vào lúc thị trường chứng khoán sụt giảm và hệ thống ngân hàng thực hiện co rút tín dụng, doanh nghiệp lớn đang mất đi những nguồn vốn quan trọng. Một trong những việc các cơ quan điều hành thị trường có thể làm và làm tốt nhất là: thúc đẩy chuẩn mực nghiên cứu khoa học và công bố thông tin. Việc này liên quan tới một mệnh đề quan trọng: Cải cách luật và tăng cường chế tài, giám sát. Vì tín dụng có liên quan trực tiếp, có lẽ đây phải là việc phối hợp trọng trách của Ngân hàng Nhà nước và Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, không thể tách rời. Hãy xem điều mà G20 và IMF chủ trương. Hãy giám sát các tổ chức tài chính quốc tế và tài sản của họ một cách mạnh nhất có thể, vì họ là tác nhân chính thúc đẩy hay kéo sụp thị trường chứng khoán. Không làm việc này, chúng ta và các doanh nghiệp Việt Nam sẽ phải đứng ngoài cuộc chơi toàn cầu.

Để mắt tới lạm phát và sự xuống giá của tài sản tài chính chính phủ. Khi theo đuổi chính sách kích thích kinh tế, Chính phủ sẽ phải vay xã hội. Bội chi và tăng tiền phát hành là những khả năng có thể thấy. Ở đây có một mối quan hệ với tỷ giá hối đoái, vì công cụ điều chỉnh tỷ giá nội tệ thấp đi, có ý nghĩa không gói gọn trong cạnh tranh giá hàng so sánh tương đối, mà còn kích hoạt dòng chảy tiền trong quan hệ tín dụng doanh nghiệp với mức lãi suất thực tế thấp đi. Điều này giúp tránh gia tăng nguy cơ lạm phát do số lượng tiền tuyệt đối tăng lên.

Kích thích khởi nghiệp. Bằng việc này, Chính phủ sẽ chỉnh khái niệm hẹp của kích cầu, vốn là chủ trương của điều chỉnh điểm cân bằng kinh tế kiểu Keynes từ những năm 1940 của thế kỷ XX. Ngày nay, kích thích (stimulus) của điều hành vĩ mô nói chung cần được hiểu rộng hơn là “kích thích kinh tế tổng thể” vì chúng ta đang sống trong bối cảnh hậu Keynes. Kích thích khởi nghiệp có nội dung quan trọng nhất là tạo không gian tín dụng và thuế đặc cách cho khởi nghiệp và tái khởi nghiệp.

Chương 12

Quản lý nhà nước đối với các thị trường và tài sản

Vai trò của Nhà nước trong nền kinh tế Việt Nam đã có những thay đổi đáng kể cả trong nhận thức và thực hành quản lý. Tuy vậy, can thiệp của Nhà nước vào các hoạt động giao dịch và phân bổ nguồn lực vẫn luôn cần thiết, đáp ứng yêu cầu khách quan của đời sống kinh tế. Nhà nước là một phần của thị trường, là đối tác của các lực lượng còn lại trong nền kinh tế. Chương 12 tiếp tục xem xét việc quản lý nhà nước như một nội dung kinh tế quan trọng ở Việt Nam kể từ sau Đổi Mới.

12.1 Sự cần thiết điều tiết của Nhà nước vào thị trường tự do

Kinh tế thị trường là sự lựa chọn hợp lý đã được công nhận. Tuy nhiên, kinh tế thị trường theo mô hình *laissez-faire* (để thị trường điều tiết hoàn toàn, không có sự can thiệp của Nhà nước) không phù hợp và chắc chắn không phải là lựa chọn của Việt Nam cũng như hầu hết các quốc gia khác. Ngày nay, các quốc gia đều có sự can thiệp, với mức độ khác nhau, đến quá trình hoạt động của nền kinh tế.

Một ví dụ đang nghiên cứu là cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007-2008. Để hạn chế tác động của khủng hoảng tín dụng nhà đất,

từ tháng 9/2007 đến tháng 12/2008, FED liên tiếp thực hiện 10 lần điều chỉnh giảm lãi suất, từ 4,75% xuống còn 0,25%, hay như khoản tài trợ 30 tỷ USD cho các khoản cho vay có tính thanh khoản thấp của Ngân hàng Bear Stearns. Chính phủ Hoa Kỳ cũng đã thông qua kế hoạch giải cứu tài chính khẩn cấp, tiếp quản và điều hành hai tập đoàn bất động sản lớn nhất: Fannie Mae và Freddie Mac với khoản nợ tiềm tàng lên tới 5.400 tỷ USD nhằm tránh tác động xấu đến thị trường bất động sản và thị trường chứng khoán... Khoản cứu trợ khổng lồ 700 tỷ USD được chính quyền Bush khẩn trương đưa vào thị trường tài chính. Tổng thống đắc cử Obama cũng ngay lập tức có kế hoạch can thiệp cứu trợ các thị trường và chỉ tiêu kích thích kinh tế có quy mô lớn nhất kể từ Chiến tranh thế giới thứ hai.

Như vậy, vấn đề không nằm ở chỗ chính phủ có can thiệp hay không, mà là can thiệp với liều lượng, phương pháp và thời điểm như thế nào. Và đó là nhu cầu khách quan vì thị trường luôn có khiếm khuyết như cách nói của nhà tài chính George Soros: thị trường hay phụ lòng tin của các chủ thể kinh tế chính ngay khi người ta cần nó nhất.

Trong lịch sử phát triển các học thuyết kinh tế, tranh cãi giữa hai dòng tư tưởng - tự do hóa thị trường và sự cần thiết phải có sự can thiệp của nhà nước vào thị trường, luôn trở nên sôi động mỗi khi hệ thống kinh tế thế giới gặp biến cố. Vào lúc cơn bão tài chính tàn phá các nền kinh tế thị trường tự do hàng đầu như Hoa Kỳ, Nhật Bản và Tây Âu, những khiếm khuyết của các mô hình này bộc lộ ngày một rõ hơn. Ngày càng có nhiều người hơn dành thời gian tìm hiểu lại các lý luận của C. Mác trong tác phẩm *Tư bản* để tìm hiểu điểm yếu trong phương thức phát triển kinh tế của thể chế trước cũng như so sánh và nhận định về phản ứng của các nhà lãnh đạo trong khủng hoảng tài chính.

Với sự lãnh đạo nhạy bén và đúng đắn của Đảng, quá trình điều hành quyết liệt và uyển chuyển hợp lý của Chính phủ, 8 gói giải pháp đối phó với những khó khăn kinh tế trong năm 2008 bắt đầu ghi nhận những dấu hiệu tích cực, đúng hướng kể từ tháng 9/2008: (i) Kiểm chế được lạm phát, những tháng cuối năm còn có dấu hiệu giảm phát; (ii) Chính sách nhất quán từ đầu năm 2008 về tăng trưởng tín dụng, lãi suất cơ bản, tiết giảm nhập siêu; (iii) Bối cảnh kinh tế, chính trị ổn định, GDP vẫn tăng trưởng trên 6%; (v) FDI tăng trưởng mạnh về mức giải ngân

và không có biến động lớn về FPI.

Đứng trước cơn sóng thần khủng hoảng tín dụng năm 2008, các chính phủ trong các nền kinh tế được xếp hạng tự do bậc nhất hành tinh đồng loạt ra tay can thiệp vào thị trường tài chính. Những động thái tác động vào thị trường này đều hết sức mạnh mẽ và có trị giá lên tới hàng trăm, thậm chí là hàng nghìn tỷ USD. Tóm lược quyết định “giải cứu” thị trường của các chính phủ trong thời điểm cuối năm 2008 được trình bày tại Bảng 12.1.

Tới ngày 4/11/2008, phát biểu trước cộng đồng doanh nghiệp, Trưởng Đặc khu hành chính Hồng Kông, ông Donald Tsang (Tăng Âm Quyền) cho biết Chính quyền Hồng Kông sẽ sớm thành lập một đội đặc nhiệm chuyên trách về kiểm soát và đánh giá tác động của khủng hoảng tài chính và đề xuất các biện pháp cụ thể cho Hồng Kông. Đội đặc nhiệm sẽ do Trưởng Đặc khu hành chính Hồng Kông đứng đầu, các thành viên bao gồm các quan chức chính quyền, chuyên gia tài chính, nhà kinh tế và đại diện của các ngành công nghiệp chủ chốt. Đây là động thái tích cực rất đáng học hỏi nhằm giải quyết điểm yếu trong công tác tham mưu, dự báo và cảnh báo đã được đúc kết như một bài học từ những ứng phó với bối cảnh kinh tế đầy khó khăn và biến động khó lường.

Bảng 12.1: Can thiệp của các chính phủ đối phó “sóng thần thế kỷ”

Quốc gia/ Lãnh thổ	Biện pháp đối phó	Giá trị	Ghi chú
Hoa Kỳ	* Từ tháng 12/2007 đến 24/3/2008: FED đã 6 lần bơm tiền cho hệ thống ngân hàng qua hình thức cho vay ngắn hạn.	160 tỷ USD (tổng giá trị)	
	* Ngày 30/9/2008: Tổng thống Bush ký dự luật cho vay dành cho các nhà sản xuất ô tô đang phải vật lộn để tồn tại bởi cuộc khủng hoảng.	25 tỷ USD	
	Ngày 3/10/2008: Quốc hội Hoa Kỳ thông qua kế hoạch giải cứu thị trường tài chính trị giá 700 tỷ USD, gọi là “Đạo luật khẩn cấp ổn định kinh tế 2008”.	700 tỷ USD	Do FED và Bộ Tài chính Hoa Kỳ phối hợp thiết kế. Bản kế hoạch 700 tỷ USD là can thiệp mạnh mẽ nhất của Chính phủ Hoa Kỳ vào thị trường tài chính kể từ Đại suy thoái.
<i>xem tiếp trang sau</i>			

<i>tiếp theo trang trước</i>	
* Từ tháng 9/2007 đến 30/10/2008: FED thực hiện cắt giảm lãi suất 10 lần (xuống mức 1%). Tới ngày 17/12/2008, FED cắt giảm lãi suất xuống mức thấp kỷ lục: từ 0-0,25%	Lần cắt giảm lãi suất thứ 9 vào ngày 8/10 được coi là động thái của FED hợp tác với các ngân hàng trung ương khác như Ngân hàng Trung ương châu Âu (ECB), Ngân hàng Trung ương Anh, Canada, Thụy Điển, Trung Quốc... cùng đồng loạt cắt giảm lãi suất. Tiếp theo đó, các Ngân hàng Trung ương Hàn Quốc, Đài Loan, Hồng Kông cũng thực hiện cắt giảm lãi suất vào ngày 9/10/2008.
* Ngày 14/10/2008: Quyết định sẽ bảo lãnh các tài khoản tiền gửi và nợ của các ngân hàng trong thời hạn hơn 3 năm nhằm khai thông tình trạng bế tắc trong hoạt động cho vay liên ngân hàng.	Gần 2.000 tỷ USD
* Ngày 6/10/08, FED tuyên bố: Kể từ thời điểm này đến hết năm 2008, sẽ tung ra một khoản tiền lớn dưới hình thức đấu giá để cho các ngân hàng và tổ chức tài chính vay với tỷ lệ lãi suất ưu đãi trong thời hạn 28 ngày và 84 ngày.	Tổng cộng 900 tỷ USD (mỗi đợt 150 tỷ USD)
<i>xem tiếp trang sau</i>	

<i>tiếp theo trang trước</i>			
Eurozone	* Ngày 12/10/2008: Tại hội nghị thượng đỉnh Eurozone, 15 nhà lãnh đạo các nước khu vực đồng tiền chung châu Âu đã tán thành một chiến lược nhằm chấm dứt tình trạng giảm sút niềm tin trên thị trường.		
Anh	* Ngày 5/10/2008: Nước Anh cam kết cứu bất cứ ngân hàng nào gặp khó khăn. * Ngày 7/10/2008: Chính phủ công bố chi tiết gói giải pháp cứu nguy hệ thống ngân hàng. Trước mắt kế hoạch này sẽ tăng thêm nguồn vốn cho tám ngân hàng và các hiệp hội địa ốc lớn nhất nước. Đối lại, Chính phủ sẽ được quyền nắm các cổ phần ưu đãi trong những định chế tài chính đó.		
		500 tỷ bảng Anh (tương đương 870 tỷ USD)	Khởi đầu của quá trình tháo gỡ một khó khăn lớn là các ngân hàng không chịu cho nhau vay dài hạn.
Pháp	* Ngày 17/10/2008: Thông qua gói cứu nguy tài chính trị giá 360 tỷ euro (tương đương 490 tỷ USD) nhằm khôi phục lòng tin đang bị lung lay nghiêm trọng trong lĩnh vực tài chính.	360 tỷ euro (tương đương 490 tỷ USD)	Gói cứu nguy tài chính của nền kinh tế thứ 3 châu Âu này chiếm 18% GDP.
<i>xem tiếp trang sau</i>			

<i>tiếp theo trang trước</i>			
Đức	* Tối ngày 17/10/2008: Tổng thống Đức, Horst Koehler ký ban hành “Luật Ổn định thị trường tài chính” trị giá 500 tỷ euro.	500 tỷ euro (tương đương 670 tỷ USD)	Gần gấp đôi tổng ngân sách liên bang năm 2008, bao gồm 400 tỷ euro dưới dạng tiền bảo đảm của Nhà nước đối với các hoạt động tín dụng ngắn hạn liên ngân hàng; 80 tỷ euro được chuyển trực tiếp vào vốn cho các ngân hàng gặp khó khăn và khoản 20 tỷ euro còn lại được Nhà nước nắm giữ dưới hình thức “chứng nhận tín dụng” (một hình thức bảo đảm dự phòng).
Thụy Điển	* Ngày 20/10/2008: Thụy Điển công bố kế hoạch hỗ trợ các ngân hàng nhằm nâng cao tính thanh khoản trong bối cảnh khủng hoảng tín dụng toàn cầu.	Trị giá bảo lãnh tín dụng: 1.500 tỷ kronor (tương đương 200 tỷ USD)	
	* Ngày 22/10/2008: Thụy Điển cũng công bố xúc tiến thành lập một “Quỹ bình ổn” để cứu trợ tài chính cho các ngân hàng gặp khó khăn trong thanh khoản.	15 tỷ kronor (tương đương 2 tỷ USD)	
Nga	* Ngày 20/10/2008: Nga bắt đầu bơm tiền vào hệ thống ngân hàng để làm dịu cuộc khủng hoảng.	Hơn 80 tỷ USD	
<i>xem tiếp trang sau</i>			

<i>tiếp theo trang trước</i>				
Nhật Bản	* Ngày 9/10/2008: Ngân hàng Trung ương Nhật Bản (BoJ) đã bơm 4.000 tỷ yên (tương đương 39 tỷ USD) vào thị trường tiền tệ nhằm tạo điều kiện cho các hoạt động vay liên ngân hàng.	4.000 tỷ yên (tương đương 39 tỷ USD)		BoJ đã bơm 2.000 tỷ yên vào sáng ngày 9/10, nhưng nhận thấy tình hình không có dấu hiệu cải thiện nên quyết định bơm thêm 2.000 tỷ yên vào đầu giờ chiều cùng ngày.
Trung Quốc	* Từ ngày 16/9/2008: Ủy ban Quản lý Chứng khoán Trung Quốc (CSRC) đã tạm ngừng việc xem xét niêm yết lên sàn chứng khoán của các công ty, do lo ngại về sự suy giảm của thị trường chứng khoán ở nước này. * Kể từ ngày 19/09/2008: Chính thức dỡ bỏ thuế tem đánh vào hoạt động mua bán chứng khoán. * Ngày 10/10/2008: Chính phủ khuyến khích các ngân hàng nhỏ tăng mức vốn dự trữ trong bối cảnh các ngân hàng này đang phải đối mặt với sự suy thoái trên thế giới và sự suy giảm của kinh tế trong nước. * Ngày 10/11/2008: Phê chuẩn kế hoạch kích thích kinh tế	586 tỷ USD		
<i>xem tiếp trang sau</i>				

<i>tiếp theo trang trước</i>		
Hồng Kông	* Ngày 13/10/2008: Chính quyền Hồng Kông đã cam kết sử dụng “tất cả dự trữ ngoại tệ 160 tỷ USD” để bảo vệ thị trường tiền tệ Hồng Kông khỏi sụp đổ nếu cần thiết.	“Tất cả dự trữ ngoại tệ 160 tỷ USD” (nếu cần thiết)
Hàn Quốc	* Ngày 21/10/2008 đã thông qua kế hoạch tài chính trọn gói nhằm giảm thiểu tác động của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu đối với thị trường tài chính trong nước và tăng tính thanh khoản cho thị trường.	130 tỷ USD

Ghi chú: Các thống kê trên vẫn chưa đầy đủ, còn rất nhiều biện pháp can thiệp liên tục được đưa ra

12.2 Kết nối vĩ mô - vi mô và hiệu quả của chính sách kinh tế

Kết nối vĩ mô - vi mô là vấn đề ngày càng cho thấy tầm quan trọng và sự phân vai giữa các lực lượng khác nhau trong một nền kinh tế. Chúng ta cùng suy ngẫm về một cấu trúc tạm hình dung đơn giản nhất trong hệ thống kinh tế Việt Nam - quốc gia có 87 triệu dân vào năm 2008, GDP xấp xỉ 75 tỷ USD, các thị trường đang hình thành với những khiếm khuyết cũ chưa kịp giải quyết và khiếm khuyết mới đang xuất hiện trong năm 2007-2008.

Chiếc van tiền tệ bắt đầu được sử dụng thật sự kể từ tháng 4/2008, sau sự cố suy giảm nghiêm trọng thanh khoản tín dụng ngân hàng một tháng trước đó. Sự co rút tín dụng xảy ra từ tháng 2 đến tháng 10/2008, với lãi suất liên ngân hàng từng tăng cao như “thuốc độc” tài chính ngắn hạn lên tới 40%/năm, khiến có lúc trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5 năm và 10 năm đã bị chiết khấu tới 50% giá trị vào thời điểm tháng 6/2008. Lãi suất huy động thực cho tiền gửi kỳ hạn 3 tháng cũng từng lên tới mức cao kỷ lục 20%/năm.

Trước tiên, Chính phủ Việt Nam muốn giảm lượng tiền lưu thông để hạn chế lạm phát. Khoản tiền 20.300 tỷ đồng được rút về bằng cách yêu cầu các ngân hàng thương mại mua tín phiếu bắt buộc vào ngày 17/3/2008. Trước đó dự trữ bắt buộc tăng từ 10% lên 11% (tháng 1/2008) làm co rút lượng cung tiền tới hai lần. Lãi suất cơ bản được đẩy lên tới 14% vào giữa năm 2008, dẫn tới suy giảm thanh khoản ngắn hạn. Tại các ngân hàng quy mô nhỏ, hiệu suất kinh doanh ngay lập tức tụt thấp và đối mặt với tình trạng vỡ nợ kỹ thuật trong ngắn hạn.

Qua một chu kỳ 6 tháng, co rút tín dụng tác động tới quy mô cung cấp tín dụng (tiền mở rộng) trên toàn xã hội. Khó khăn tài chính thách thức khoảng 100.000 doanh nghiệp nhỏ và vừa, ảnh hưởng tới việc làm của khoảng 3 triệu lao động, tức là tương đương khoảng 7% lực lượng lao động toàn xã hội.

Đây là vấn đề lớn vì tình trạng tài chính của doanh nghiệp không thể giải quyết qua một vài tháng và chỉ bằng sự tái cấp tín dụng. Co rút tín dụng dù chỉ trong ngắn hạn cũng sẽ gây tác động làm xói mòn thương hiệu, bào mòn phần giá trị gia tăng của quá trình sản xuất - phân phối

- thương mại, đẩy cao chi phí vốn và chi phí nợ, thu hẹp thị phần và khép lại các khoản đầu tư.

Chỉ riêng việc dừng đầu tư đã sinh ra tác dụng tiêu cực kép với sự trì trệ của khối doanh nghiệp và rộng hơn là toàn bộ nền kinh tế. *Thứ nhất*, các khoản đầu tư cũ - chưa hoàn thành - sẽ ngay lập tức trở thành chi phí chìm và không bao giờ có thể sinh lợi. Một nhà xưởng hoàn thành cho sản xuất công nghiệp mà không có máy lắp, nguyên vật liệu sản xuất, công nhân vận hành là nhà xưởng chết! Kết cục, ICOR tăng lên, xã hội tốn nhiều chi phí hơn mà không có tài sản mới được tạo thêm tương ứng. Một chu trình mới của lạm phát có thể được tái khởi động từ đây, cho dù có giảm phát trước mắt.

Thứ hai, về lâu dài, các dự án bị dừng vô thời hạn hầu như không có cơ hội tái khởi động. Đây là chi phí cơ hội, do phần tiềm tàng tạo giá trị gia tăng sớm muộn sẽ do một lực lượng khác chiếm lĩnh. Một ví dụ thực tế là vào cuối năm 2007, phong trào khai thác các dịch vụ qua tin nhắn di động rộ lên, ngay cả một công ty phần mềm nhỏ cũng sẵn sàng lao vào đầu tư. Kết quả là sau khi bỏ 30 triệu đồng xin giấy phép và đăng ký đầu số, doanh nghiệp không thể tìm được nguồn tín dụng cho phát triển hệ thống phần mềm và triển khai dịch vụ. Nỗ lực cuối cùng là tìm nơi chuyển nhượng khối lượng đầu tư dở dang, thu hồi vốn đầu tư được tới đâu tốt tới đó.

Đến cuối năm 2008, các hiện tượng này càng trở nên phổ biến. Ở trường hợp khác, chúng tôi quan sát một công ty sản xuất trong ngành giấy. Đơn vị này có cơ hội tạo giá trị gia tăng tương đương 120 đến 140 triệu USD vào tháng 10/2007, đã được định giá cho mức vốn cổ phần kiểm soát 70-75% doanh nghiệp chỉ ở mức 25-35 triệu USD. Mức giá thấp không tưởng này được đặt ra với sự “trợ giúp” của tình trạng co rút tín dụng, suy giảm thanh khoản trên thị trường chứng khoán và giảm giá bất động sản công nghiệp - thương mại, chỉ sau 10 tháng khủng hoảng từ tháng 12/2007 đến tháng 10/2008.

Người có thể kiểm soát các công ty tương tự trong tương lai gần là các tài phiệt tài chính và công nghiệp khu vực, biến công ty thành một mắt xích trong hệ thống giá trị gia tăng khu vực và toàn cầu của họ. Các “ông chủ” mới sẽ nhận được lợi ích kép từ giá cổ phiếu tăng lên trong tương lai và lợi ích tài chính sinh ra từ năng lực cạnh tranh bổ sung, qua

một thương vụ rất hời.

Sự kiện vừa quan sát có liên hệ mật thiết với chính sách tài chính quốc gia. Chuyện tương tự đã xảy ra với Vietcombank và rất có thể lặp lại với PVFC.¹ Với hàng tỷ USD vốn, chi phối hàng trăm dự án trọng điểm, tác động lan truyền sẽ rộng khắp nền kinh tế. Nói cách khác, cơ hội nắm các đại công ty tài chính này với mức giá tối đa 3 tỷ USD sẽ đem lại quyền điều hành nguồn lực quốc gia tương đương 20% GDP Việt Nam và tác động tới 50% GDP, tương đương với tác động đến đời sống của hàng chục triệu cư dân Việt Nam.

Như vậy, giao dịch cổ phiếu vi mô của các công ty lớn có khả năng chi phối nền kinh tế chính là sự quyết định “tối cao” kết cục của các phép tính quy hoạch chiến lược vĩ mô.

Thêm một ví dụ khác của quan hệ vi mô - vĩ mô là phát hành không thành công của trái phiếu chính phủ năm 2008 mà Ngân hàng Phát triển Việt Nam được ủy quyền, và phát hành lại lần thứ ba vào tháng 10/2008. Quy mô nhỏ bé của thị trường sơ cấp chính là nhược điểm lớn của các vụ phát hành này. Chính sự hạn chế quy mô này đã tạo áp lực để Việt Nam phát hành 750 triệu USD trái phiếu chính phủ ra quốc tế, kỳ hạn 10 năm thông qua đấu giá trên thị trường New York ngày 28/10/2005.

Tới năm 2008, tình trạng thiếu năng vận hành của thị trường chứng khoán sơ cấp chưa cải thiện và dẫn tới nhiều mục tiêu tài chính quốc gia và đầu tư xã hội bắt buộc phải hiệu chỉnh bên cạnh việc chủ động cắt giảm đầu tư kém hiệu quả.

Thị trường chứng khoán thứ cấp là tấm gương phản ánh mức độ nhuần nhuyễn và logic của kết nối vi mô - vĩ mô. Có giai đoạn, tín hiệu kinh tế vĩ mô tạo hứng khởi cho doanh nghiệp phát hành, tăng giá trị và giảm chi phí vốn, chi phí giao dịch, tăng thanh khoản. Nhưng suốt cả năm 2008, thị trường chứng khoán thứ cấp phải giải quyết các nhu cầu trước mắt, như sàng lọc sự tồn tại của một công ty niêm yết trong sóng gió tức thời thay vì đọc tín hiệu giá trị tiềm tàng của cổ phiếu, mà bất

¹ Công ty Tài chính Cổ phần Dầu khí bắt đầu niêm yết cổ phiếu (mã PVF) tại HOSE ngày 3/11/2008 với mức giá chào sàn 30.000 đồng/cổ phiếu. Trước đó, khi thực hiện IPO, giá mua ưu đãi dành cho cán bộ và nhân viên công ty là 68.000 đồng/cổ phiếu. Trong ngày giao dịch đầu tiên của cổ phiếu này trên thị trường chứng khoán, mức giá giao dịch là 24.000 đồng/cổ phiếu.

trắc lớn nhất là không rõ doanh nghiệp liệu có tồn tại tới khi hiện thực hóa các tín hiệu tích cực hay không. Đó là chưa nói tới mức độ tích cực mà các tiến triển vĩ mô mang lại. Đây có thể xem như một rủi ro bởi tính chất khó lường hóa.

Ở đây, sinh ra một đặc trưng, tạm gọi là “Bài học vĩ mô cho các vấn đề vĩ mô”. Sự suy giảm thanh khoản của HOSE và HaSTC dẫn tới sự sụt giảm quy mô thị trường chứng khoán thứ cấp và kết quả là làm tăng chi phí vốn của chính sách tài chính chính phủ. Tác động lâu dài tới cân bằng ngân sách và hiệu chỉnh giảm mục tiêu hiệu quả sẽ tiềm tàng rủi ro cho Chính phủ. Qua đó, các giao dịch vĩ mô với kỳ vọng riêng của dân chúng đã nêu lên một bài học thực sự cho hành vi chính sách vĩ mô. Việc SCIC bỏ tiền ra nhằm bình ổn thị trường chứng khoán nhưng không đạt hiệu quả mong muốn trong giai đoạn 2007-2008 thực sự là một bài học quan trọng về sử dụng chính sách tài chính chính phủ của kinh tế học Việt Nam.

12.3 Liên thông các thị trường

Bất động sản là phần tài sản và ngành hoạt động kinh tế quan trọng của bất kỳ quốc gia nào trên thế giới. Tầm quan trọng của bất động sản cũng không phải tới hôm nay mới được nhận thức rõ, mà thực ra từ hàng nghìn năm lịch sử, giá trị này đã được khẳng định thông qua các hoạt động kinh tế - xã hội của con người, thậm chí cả chiến tranh. Cuộc chiến tranh của vua Sargon II, vương quốc Akkad (thuộc Irắc ngày nay) từ năm 5.000 trước Công nguyên cũng nhằm giành lấy những vùng đất và bất động sản có lợi cho hoạt động thương mại.²

Kể từ khi Việt Nam bước vào quá trình đổi mới kinh tế toàn diện năm 1986, thị trường bất động sản và tài chính liên tục tự khẳng định tầm quan trọng trong nền kinh tế. Tới năm 2000, sự ra đời của thị trường chứng khoán Việt Nam đã đánh dấu bước tiến tới sự đầy đủ của dạng thức kinh doanh tài chính tại Việt Nam. Cũng từ đó, mối quan hệ tương tác giữa hai thị trường tài chính và bất động sản hình thành và ngày càng gắn bó.

²sđd, [108]

Năm 2007, sự háo hức từ thị trường chứng khoán với những khoản lợi nhuận thu được từ hoạt động đầu tư chứng khoán trong năm 2006 nhanh chóng lan truyền sang thị trường bất động sản. Một phần lớn đáng kể được những nhà buôn chứng khoán Việt Nam, không loại trừ cả nhà đầu tư nước ngoài, chuyển thành tiền mặt, rồi đầu tư vào bất động sản đô thị. Sau đó, khi thị trường chứng khoán Việt Nam không thể quay trở lại mức đỉnh cao 1.171 điểm của ngày 12/3/2007, và liên tục trời sập, xu hướng đầu tư bất động sản trở nên rõ nét, với mức giá ngày càng cao hơn. Hoạt động kinh doanh bất động sản rất nhộn nhịp, không chỉ trong giới đầu tư - đầu cơ - kinh doanh bất động sản, mà cả các tổ chức cung cấp tài chính như quỹ đầu tư, ngân hàng thương mại và cả các doanh nghiệp có thặng dư vốn cổ phần.

Nền kinh tế Việt Nam đã tăng trưởng bất phá trong giai đoạn 2005-2007 nhờ các thị trường vốn hoạt động mạnh mẽ, các sản phẩm tài chính đa dạng hơn và nhu cầu đầu tư gia tăng đáng kể. Quá trình liên thông thị trường bất động sản, thị trường vốn và thị trường tiền tệ cũng ngày càng rõ hơn.

Công tác quy hoạch chính sách tài chính, tiền tệ dẫn tới nhu cầu hiểu biết sâu sắc để có thể nhận biết các đặc tính, thậm chí dự báo các trạng thái kinh tế với các xác suất đủ tin cậy. Phần này trình bày kỹ hơn về sự liên thông giữa các thị trường rất quan trọng ở Việt Nam, đó là thị trường bất động sản, thị trường vốn và thị trường tiền tệ.

12.3.1 Bất động sản trong nền kinh tế có sự hiện diện của thị trường tài chính

Trong nền kinh tế, bất động sản luôn nằm trong nhóm lĩnh vực kinh doanh có tỷ lệ huy động vốn cao nhất, điều đó cũng khiến hoạt động này rất dễ tạo nên một cuộc khủng hoảng tài chính. Sử dụng các nguồn vốn vay, nhất là nguồn vốn ngắn hạn, cho các dự án bất động sản trong giai đoạn tăng trưởng kinh tế nhanh khởi nguồn cho sự hình thành bong bóng bất động sản. Một khi bong bóng vỡ, dấu hiệu đầu tiên là sụt giảm mạnh về giá. Điều này đã từng xảy ra tại một số nước châu Á trong cuộc khủng hoảng tài chính 1997-1998. Bất động sản mất giá trị dẫn tới nhiều khoản vay không thể thu hồi và tại những nền kinh tế chịu tác

động của khủng hoảng, tính thanh khoản suy yếu nghiêm trọng.

Ngay tại Việt Nam, sau đó vài năm, những bất động sản thương mại ngày nay rất phát đạt như Melia (Hà Nội) đã phải dừng phát triển một thời gian dài. Nguyên nhân không gì khác ngoài việc suy kiệt nguồn đầu tư do chủ sở hữu mất năng lực tài chính để thực thi tiếp. Chúng ta cũng nhận thấy đây là thời kỳ mà sự vận hành kinh tế vĩ mô của cả các nước và vùng lãnh thổ Đông Á, Đông Nam Á và Việt Nam đều không đáng phấn khởi. Hiển nhiên, không thể tách riêng bất động sản khỏi các câu trả lời quan trọng của toàn bộ kiến trúc kinh tế vĩ mô.

Quá trình hình thành bong bóng có liên quan đến tín dụng

Theo Franklin Allen và Douglas Gale (2000, [40]), hai trạng thái bong bóng có thể liên quan trực tiếp tới thị trường bất động sản do tác động của tín dụng như sau:

1. *Dịch chuyển rủi ro.* Khái niệm này xuất hiện khoảng giữa những năm 1970, theo đó nhà đầu tư vay tiền để đầu tư vào các tài sản chưa tồn tại. Vào thời điểm này dịch chuyển rủi ro khiến cho việc định giá vượt trội lên so với giá trị cơ bản của tài sản, sinh ra bong bóng. Bong bóng này làm cho khủng hoảng, nếu xảy ra sau đó, sẽ trầm trọng hơn.
2. *Sự tăng trưởng đột ngột tín dụng gây ra bong bóng.* Tăng trưởng nhanh nguồn tín dụng giống như tín hiệu “động viên” người ta quảng tiền vào các vụ đầu tư rủi ro ở hiện tại. Và thông qua đó mà tác động lên giá tài sản.

Những quá trình có nhiều thay đổi quan trọng, ở tầm cỡ chính sách vĩ mô, theo Allen và Gale, cũng thường gây những tác động rất khó dự báo lên hành vi các trung gian tài chính, quá trình tái tạo tiền và độ ổn định chung của toàn hệ thống tài chính.

Mối quan hệ giữa bất động sản và kinh tế vĩ mô

Trong công trình công bố năm 2000, Karl E. Case và các đồng nghiệp ([57]) nghiên cứu vai trò của hai nhóm bất động sản dân sinh và thương mại trong chu kỳ vận động kinh tế của Hoa Kỳ. Nội dung nghiên cứu tập trung vào: (1) vai trò của lĩnh vực bất động sản trong mở rộng tổng cầu của nền kinh tế, (2) các rủi ro của khu vực tài chính đối với việc

chấp nhận tài sản thế chấp là bất động sản, và (3) các hệ quả của lạm phát bất động sản với nền kinh tế.

Kết quả nghiên cứu của Case *et al.* cũng cho thấy tăng giá nhà ở, tăng tiền thuê nhà (giá thực) và phân khu thu nhập thấp (trong phân bố thu nhập của nền kinh tế) là các tác nhân đáng kể nói rộng khoảng cách thu nhập thực tế giữa nhóm người sở hữu bất động sản và những người thuê sử dụng. Một câu hỏi quan trọng khác còn chưa được giải quyết: sức khỏe của thị trường bất động sản và tài sản cầm cố có thể có tác động thế nào tới những vận động của thị trường chứng khoán? Nếu có quan hệ chặt chẽ được kiểm chứng thì một sự sụt giảm mạnh trên thị trường chứng khoán sẽ khai hỏa những khoản thiệt hại trầm trọng với bất động sản và tài sản cầm cố.

Để cập tới chủ đề này, Edward L. Glaeser (sdd, [57]) cho rằng không giống như chứng khoán, bất động sản, đặc biệt là nhà ở, vừa là tài sản vừa là hàng hóa tiêu dùng thiết yếu. Đặt giả thiết rằng người ta không có bất kỳ kế hoạch nào về việc thay đổi chỗ ở và cộng đồng đang sinh sống, thì các biến động giá bất động sản có tác động hầu như không đáng kể tới lợi ích ròng của cá nhân. Khi giá bất động sản tăng lên gấp đôi có thể thấy gia tài cũng tăng lên gấp đôi. Nhưng đồng thời, cũng xuất hiện một hiệu ứng ngược chiều. Đó là chi phí để sống trong ngôi nhà cũng đã tăng lên một khoản tương ứng. Giá nhà tăng chỉ mang lại cảm giác về sự giàu có hơn. Trên thực tế, do người sở hữu nhà vẫn cần tiếp tục sinh sống tại đó nên họ không hề giàu lên. Và bởi giá nhà chiếm một tỷ trọng đáng kể trong chi phí sinh hoạt, không thể xem xét biến động giá nhà ở, rộng hơn là giá bất động sản, cùng cách với các thay đổi giá trị của danh mục đầu tư trên thị trường chứng khoán.

Cách tiếp cận kinh tế cổ điển gợi ý rằng độ thỏa dụng cá nhân tăng lên không chỉ trong trường hợp giá bất động sản tăng mà cả khi giá giảm nữa. Lập luận này cho rằng dù giá tăng hay giảm thì người sở hữu bất động sản vẫn có thể sử dụng tài sản đó. Đây là điểm khác biệt rất rõ ràng với nhiều loại tài sản tài chính. Khi giá bất động sản đi xuống, người nắm giữ nó có điều kiện để sử dụng cùng một tài sản với chi phí thấp hơn, và do đó, có độ thỏa dụng cao hơn. Trong trường hợp giá tăng, đáng lý ra người sở hữu phải trả thêm chi phí để sử dụng bất động sản nhưng điều này hiếm khi xảy ra, và như thế, độ thỏa dụng của họ

cũng tăng lên. Tuy nhiên, lợi ích có được từ việc sử dụng bất động sản đang tăng giá thường không đáng kể gì so với khoản tiền mặt mà người sở hữu bất động sản có thể nhận thêm khi chuyển nhượng tài sản trong giai đoạn cao giá. Người sở hữu bất động sản, có lẽ, thực sự ghi nhận gia tăng lợi ích từ việc tăng giá bất động sản thông qua khả năng tối ưu hóa nhu cầu tiêu dùng bất động sản của chính họ tại các mức giá khác nhau. Tăng giá trên thị trường chứng khoán không có tính chất này.

Mức độ vay nợ trong cơ cấu nguồn vốn hình thành sở hữu bất động sản quyết định tới đâu các hiệu ứng trên? Tỷ lệ nợ càng cao thì các tác động càng mạnh và hệ thống ngân hàng là cầu nối giữa sự vận động của giá bất động sản với các biến động của chỉ số kinh tế vĩ mô. Phần đông các ngân hàng thương mại đều có danh mục bất động sản, trong đó các khoản cho vay có thế chấp (bằng bất động sản) thường chiếm tỷ trọng cao. Một thực tế được chấp nhận phổ biến như một quan điểm ước lệ (dù rằng có thể không hoàn toàn đúng) rằng các cuộc khủng hoảng ngân hàng luôn kết nối tới việc cho vay quá nhiều vào thị trường bất động sản.

Một hình thức khủng hoảng ngân hàng phổ biến khác có nguồn gốc từ việc tăng lãi suất. Lãi suất cao hơn thực sự tạo ra biến cố tại các ngân hàng do phần nhiều tài sản thế chấp và cầm cố có tính chất dài hạn và lãi suất không đổi, trong khi đó, các nguồn vốn của ngân hàng (các khoản huy động vốn như tiền gửi, tiền tiết kiệm) lại có tính ngắn hạn và có lãi suất điều chỉnh. Với nhiều tài sản cầm cố được chứng khoán hóa hơn, sự sai lệch này được giảm nhẹ và thậm chí biến mất. Các ngân hàng thương mại trở lại chính xác với vai trò của một người trung gian trên thị trường tài chính.

12.3.2 Bất động sản trong các cuộc khủng hoảng tài chính

Hoạt động kinh doanh bất động sản trong khủng hoảng tài chính châu Á 1997-1998 có vai trò khác nhau ở mỗi quốc gia. Vấn đề và giải pháp đối phó với khủng hoảng ở mỗi nước cũng rất khác nhau.

Tại bốn nền kinh tế Đông Á gồm: Hàn Quốc, Đài Loan, Hồng Kông và Thượng Hải, bất động sản không gây ra nhiều vấn đề do bong bóng

chưa được hình thành. Tại Hàn Quốc, các ngân hàng bị cấm thực hiện các khoản vay dành cho dự án phát triển bất động sản. Trên thực tế, kinh doanh ngân hàng đã suy giảm ngay trước thời kỳ khủng hoảng. Do vậy, khi các rắc rối tài chính nảy sinh, quả bóng bất động sản không thực sự căng. Gốc rễ của khủng hoảng 1997-1998 tại Hàn Quốc là hệ thống tín dụng đặc thù dành cho các tập đoàn khổng lồ của nền kinh tế mới nổi của Đông Á này.

Ở Đài Loan, trong suốt thời kỳ khủng hoảng, nhà đất lên giá và sau đó ổn định trở lại. Giá bất động sản không hề sụt giảm như tại nhiều nền kinh tế châu Á khác. Điều này có được một phần nhờ vào thành công của Chính phủ Đài Loan trong việc điều hành hệ thống tài chính. Với tỷ lệ huy động nợ thấp, bong bóng tín dụng đã không xuất hiện.

Giá bất động sản tại Hồng Kông có suy giảm nhưng chỉ tạo ra tác động khiêm tốn với phần còn lại của nền kinh tế. Trong trường hợp của Thượng Hải, số khu văn phòng được xây dựng quá nhiều nhưng nền kinh tế mạnh tại đây đã giúp lĩnh vực này tránh khỏi sụp đổ.

Tại ba nền kinh tế châu Á khác, thị trường bất động sản thực sự đã đổ vỡ và làm trầm trọng thêm cuộc khủng hoảng tài chính.

Giai đoạn 1984-1991, Nhật Bản chứng kiến giá bất động sản tăng lên nhanh chóng bắt nguồn từ tăng trưởng kinh tế với tốc độ cao và khan hiếm đất đai. Chất lượng thấp của các khoản vay bảo lãnh dành cho những dự án bất động sản dân sinh và thương mại đóng vai trò quan trọng trong quá trình sụt giá. Tình hình càng xấu hơn với việc cho phép ghi nhận giá thị trường của bất động sản trong dự trữ của ngân hàng thương mại. Tỷ lệ huy động vốn cao đồng nghĩa với việc suy giảm nhỏ của giá trị bất động sản cũng đủ tạo ra tác động suy giảm đáng kể dự trữ ngân hàng. Thậm chí, tại một số ngân hàng, điều này còn khiến phần vốn chủ sở hữu bị âm. Do việc lập kế hoạch cho vay dài hạn và năng lực quản lý tín dụng không đáp ứng được quy mô kinh doanh, cộng với sự xuống dốc của thị trường bất động sản, tổng số nợ khê đọng của 7 ngân hàng tín thác bất động sản lớn nhất Nhật Bản (jusen) đã đạt kỷ lục là 685 tỷ yên (tương đương 6,3 tỷ USD). Để giải quyết gánh nặng này nền tài chính Nhật Bản đã cần một sự hỗ trợ vĩ mô khoảng 900 tỷ yên (tương đương 8,3 tỷ USD) để có thể cải thiện được chỉ số cân bằng vốn (1996: [107]).

Tại Indonesia, sụp đổ bất động sản cộng hưởng với sụp đổ tiền tệ. Do rất nhiều bất động sản được bán bằng đồng USD, giá trị bất động sản giảm theo tốc độ mất giá nhanh chóng của đồng rupiah. Cùng lúc đó, tỷ giá sụt giảm, tương ứng với việc các khoản nợ bằng USD trở nên đắt hơn rất nhiều và các con nợ vô cùng khó khăn trong việc thực hiện nghĩa vụ thanh toán.

Trong trường hợp của Thái Lan, sụp đổ đồng nội tệ cộng hưởng với suy giảm bất động sản. Đầu tư nước ngoài (đặc biệt từ Nhật Bản) vội vã rời bỏ thị trường và tạo nên áp lực tiền tệ mạnh mẽ. Thái Lan đã có khả năng hồi phục nhanh hơn các quốc gia khác nhờ biện pháp tịch biên và bán các tài sản thế chấp là bất động sản. Mặc dù các giao dịch này khiến Chính phủ Thái Lan phải gánh những khoản lỗ không nhỏ, nhưng chúng nhanh chóng giúp khôi phục tính thanh khoản cho hệ thống tài chính. Thái Lan tăng trưởng trở lại vào năm 1999, dẫn đầu trong nhóm các nước chịu thiệt hại của khủng hoảng tài chính 1997-1998.

Vay mua nhà ở dưới chuẩn tại Hoa Kỳ

Các khoản vay mua nhà ở dưới chuẩn tại Hoa Kỳ là nguồn số liệu cập nhật nhất về chứng khoán hóa tín dụng nhà ở. Sau khi chứng kiến những hậu quả nghiêm trọng mà chương trình này gây ra cho nền kinh tế Hoa Kỳ, rồi tiếp tục lây lan nhanh chóng sang các nền kinh tế toàn cầu, có thể đưa ra lập luận rằng việc định giá sẽ chính xác hơn nếu các khoản vay này không bị nằm kẹt tại danh mục tín dụng của ngân hàng.

Các khoản nợ do tín dụng bất động sản xáo trộn thực sự là nỗi lo. Nền kinh tế Hoa Kỳ phụ thuộc rất nhiều vào sức mua và mức độ ổn định của tín dụng bất động sản - phần chi tiêu lớn và thiết yếu của dân cư. Vấn đề nằm ở chỗ người mua bất động sản bằng tín dụng dưới chuẩn phần đông có thu nhập thấp. Hỗ trợ trực tiếp nhất là tín dụng bậc cầu với lãi suất thấp, ổn định. Thứ này luôn khó kiếm! Hệ quả quan sát được là FED liên tiếp phải đưa ra quyết định cắt giảm mức lãi suất cơ bản (2008: [111]).

Trong nhiều tháng, nguồn lợi từ các quyết định cho vay mua nhà dưới chuẩn với hình thức các nghĩa vụ nợ có thế chấp (Collateralised Debt Obligations - CDOs) sụt giảm nghiêm trọng do vỡ nợ và tịch thu tài sản thế chấp tăng cao vượt mức dự báo. Các khoản nợ bỗng chốc có giá thấp hơn rất nhiều do rủi ro thực tế đã vượt xa mức tính toán ban

đầu. Không chỉ vậy, giá trị của CDOs trở nên mơ hồ. Chỉ tới khi bán được các nghĩa vụ nợ này trên thị trường, người ta mới có thể biết chắc giá trị thực của chúng.

Diễn hình của nỗ lực nhằm giảm bớt áp lực phải bán đi CDOs là trường hợp của hai quỹ phòng hộ do Bear Stearns điều hành: Enhanced Leverage và Credit Strategies. Hai quỹ này đã từ chối yêu cầu bán đi CDOs từ Merrill Lynch trong tháng 6/2008. Hành động này có lẽ đã khởi động cho một quá trình điều chỉnh rộng khắp mức giá của các sản phẩm chứng khoán được đảm bảo bằng tài sản thế chấp, dẫn tới thua lỗ và yêu cầu tăng đặt cọc tại các quỹ phòng hộ.

Câu chuyện Bear Stearns có một kết cục buồn. Ngân hàng đầu tư danh tiếng với hơn 85 năm lịch sử hoạt động đã phải chấp nhận để JPMorgan mua lại với giá một cổ phiếu bằng $\frac{1}{15}$ giá thị trường trong một nỗ lực dàn xếp của Chính phủ Hoa Kỳ nhằm tránh đổ vỡ dây chuyền của hệ thống tín dụng ngân hàng. Nối tiếp là hai ngân hàng Lehman Brothers và Merrill Lynch cũng lần lượt nộp hồ sơ phá sản hoặc may mắn hơn là chuyển qua người chủ sở hữu mới vào giữa tháng 9/2008. Cùng trong tháng 9/2008, Chính phủ Hoa Kỳ đã tiếp quản hai tổ chức tín dụng bất động sản khổng lồ Fannie Mae và Freddie Mac.

Bài học từ CDOs và vay dưới chuẩn cho thấy, chứng khoán hóa không đảm bảo thông tin hoàn hảo về các khoản thua lỗ tín dụng. Tuy nhiên, chứng khoán hóa tài sản thế chấp có khả năng khai thác các tài sản thế chấp chuẩn hóa, góp phần cải thiện tính thanh khoản và mang lại khả năng định giá tốt hơn. Rủi ro được đánh giá thông qua chứng khoán hóa tốt hơn so với việc chỉ dựa vào thẩm định của cơ quan có thẩm quyền và các cổ đông của ngân hàng. Cơ quan chức năng vẫn là những người ngoài cuộc và khó lòng đánh giá chuẩn xác rủi ro trong các hoạt động cho vay của ngân hàng.

Thêm nữa, các bằng chứng thực nghiệm từ khủng hoảng tài chính châu Á cũng cho thấy sở hữu nhà nước tại các ngân hàng thương mại không có nhiều tác động tới việc ngăn chặn các khoản vay có độ rủi ro cao và được xác định dưới giá trị.

12.3.3 Mô hình quan hệ giữa các thị trường bất động sản - vốn - tiền tệ

Câu hỏi về sự tồn tại quan hệ liên thông giữa các thị trường bất động sản, vốn và tiền tệ được đặt ra cho Việt Nam lần đầu tiên vào đầu năm 2008, thời điểm những tín hiệu biến động từ xa được phát đi từ cuộc khủng hoảng nợ dưới chuẩn tại Hoa Kỳ (2008: [113]). Chưa có một mô hình tổng quát và đủ tin cậy để mô tả mối quan hệ này trong nền kinh tế Việt Nam nhưng kết nối mật thiết giữa ba thị trường là chắc chắn và quan sát được qua các biểu hiện rõ ràng, đặc biệt trong khuôn khổ các mô hình đã được cộng đồng học thuật quốc tế thừa nhận và sử dụng rộng rãi.

Quan điểm về các nhân tố tác động và quan hệ ảnh hưởng

Theo Robert Gordon, xem xét vận động của thị trường bất động sản trong các khoảng thời gian đủ dài từ 20 đến 50 năm sẽ mang lại nhiều kiến giải quý báu và chuẩn xác hơn việc chỉ xem xét trong từng giai đoạn ngắn. Chính sách thuế bất động sản được điều chỉnh vào năm 1986 tại Hoa Kỳ đã có tác động quan trọng tới thị trường bất động sản. Nhưng các điều chỉnh trước đó và cơ chế thả lỏng tài chính cũng đóng góp hiệu ứng tương tự.

Henry Aaron quan sát được rằng, trong những năm 1970, quan hệ tương tác giữa lạm phát cao và hệ thống thuế đã mang lại nhiều lợi ích cho những người sở hữu nhà ở: phần giá trị danh nghĩa tăng lên của nhà ở và lãi suất trả nợ cầm cố tài sản đều được miễn thuế. Nhờ vậy, giá nhà ở càng tăng lên nhanh chóng và giá trị bất động sản được nhân lên nhiều lần. Theo thống kê của Aaron, trong những năm 1970 tại Hoa Kỳ, phần tài sản tăng lên trên thị trường bất động sản lớn hơn nhiều so với khoản tương tự trên thị trường chứng khoán.

Xu hướng tiêu dùng cận biên³ của Hoa Kỳ trong giai đoạn 1996-2000 được Alan Greenspan ước lượng là khoảng 5% (với mỗi 100 đồng thu nhập tăng thêm, sẽ có 5 đồng được sử dụng cho mục đích tiêu dùng). Con số này được nhiều nhà phân tích và nghiên cứu sử dụng. George Mankiw thì đề xuất mức MPC 0%. Lý do là vì phần của cải tăng thêm từ giá bất động sản cao hơn và mức chi phí nhà ở lớn hơn sẽ triệt tiêu

³Marginal Propensity to Consume - MPC

nhau. Robert Hall cũng quan sát giai đoạn này và cho rằng khả năng tiêu dùng của những người chủ sở hữu bất động sản xoay quanh nguồn lực sẵn có và không chịu tác động của việc gia tăng giá trị tài sản hay thu nhập.

Các nghiên cứu của Mark Gertler và Shang-Jin Wei đã tìm thấy quan hệ đồng biến giữa giá nhà ở và dư nợ bất động sản trong hệ thống tín dụng tại các thị trường Hồng Kông, Nhật Bản và Anh. Nghiên cứu của Shapiro cho thấy, thậm chí ngay trong tình huống bất động sản không phải là nguồn gốc của xáo trộn kinh tế, lĩnh vực này vẫn góp phần cổ vũ tích cực cho tác động có nguồn gốc từ các khu vực kinh tế khác.

Michael Palmer (1968, [79]) khảo sát các nhân tố tác động tới biến động cho vay bất động sản dân sinh thông qua việc xem xét bảng cân đối kế toán của tất cả các ngân hàng thương mại tham gia chương trình bảo hiểm của Tập đoàn Bảo hiểm Tiền gửi Liên bang (Federal Deposit Insurance Corporation - FDIC) trong 12 năm từ năm 1953 đến năm 1965 và đưa ra một số kết luận có ý nghĩa:

Về cấu trúc nợ của ngân hàng thương mại. Các ngân hàng thương mại sử dụng phương pháp tiếp cận phân bổ tài sản để tài trợ các khoản tín dụng bất động sản dân sinh. Về cơ bản, phương pháp phân bổ tài sản đảm bảo sao cho tài sản và nguồn vốn của ngân hàng luôn phù hợp với nhau. Các nguồn dài hạn được sử dụng để mua các tài sản dài hạn. Do tiền gửi có kỳ hạn được công nhận phổ biến như một nguồn dài hạn và các khoản vay bất động sản dân sinh là những khoản đầu tư dài hạn, nên hai yếu tố này được kỳ vọng có quan hệ đồng biến.

Cấu trúc hoạt động ngân hàng địa phương. Các ngân hàng hoạt động với hình thức chi nhánh có xu hướng thực hiện nhiều khoản tín dụng bán lẻ hơn các đơn vị độc lập. Nghiệp vụ ngân hàng bán lẻ được đặc trưng bởi chức năng cho vay hướng vào nhu cầu của các cá nhân.

Thu nhập khả dụng hiện tại. Tiêu dùng cho nhà ở và bất động sản có độ co giãn dương. Mức thu nhập bình quân đầu người cao hơn gắn liền với mức cầu lớn hơn về tín dụng bất động sản dân sinh tại các ngân hàng thương mại.

Chi phí tín dụng cầm cố. Những người mua nhà nhạy cảm với chi phí tín dụng cầm cố. Trong tập hợp các điều khoản tín dụng như thời hạn, lãi suất, chiết khấu thanh toán..., các quy định liên quan tới thế chấp và cầm cố tài sản nhận được sự quan tâm nhiều nhất của người vay.

Các yếu tố vừa xét của Palmer có tầm quan trọng không thể bỏ qua. Thậm chí ngay cả khi chưa chắc việc kiểm định mô hình với các biến trên có xác định được quan hệ tương quan với các mức ý nghĩa thống kê, thì việc khảo sát các số liệu đó với từng cặp đã rất có ý nghĩa với hiểu biết của xã hội. Vấn đề ở chỗ, những dữ kiện này chắc chắn là thách thức nếu cần khảo sát tại hệ thống giao dịch thương mại của Việt Nam.

Michael Palmer sử dụng phương pháp phân tích tương quan bội để ước lượng mối quan hệ giữa các khoản vay bất động sản dân sinh - đo lường bằng đơn vị phần trăm tổng tài sản sinh lợi của ngân hàng với bảy biến giải thích. Các biến giải thích liên quan tới cung và cầu tín dụng bất động sản dân sinh gồm: (1) Tăng trưởng dân số trưởng thành; (2) Thu nhập cá nhân khả dụng hiện tại; (3) Chi phí tín dụng cầm cố; (4) Số dư các khoản vay dành cho doanh nghiệp tại ngân hàng; (5) Cạnh tranh của các tổ chức tài chính phi ngân hàng có xu hướng cung cấp tín dụng; (6) Hoạt động bất động sản dân sinh; (7) Cấu trúc của hoạt động ngân hàng (ngân hàng chi nhánh và ngân hàng độc lập); và (8) Cấu trúc nợ (nguồn vốn) của ngân hàng thương mại. Các thủ tục thống kê bao gồm việc tính toán hệ số tương quan gộp của các nhân tố và hệ số tương quan riêng với mỗi biến giải thích.

Với một quốc gia Đông Nam Á như Việt Nam, sở hữu bất động sản ngay khi có năng lực tích lũy đã trở thành truyền thống: Tài sản nhà đất với đông đảo dân chúng không đơn thuần có giá trị và giá trị sử dụng mà còn là biểu tượng của cuộc sống ổn định và thịnh vượng, và đôi lúc là địa vị trong xã hội. Bởi vậy, chỉ cần hội tụ đủ: (a) cơ hội mua bất động sản; và, (b) khả năng huy động nguồn lực tài chính - tự có và đi vay, quyết định sở hữu bất động sản sẽ được đưa ra. Trên một khía cạnh khác, bất động sản là khoản đầu tư hứa hẹn lợi nhuận hấp dẫn khi: (i) dân số tăng nhanh, và (ii) tốc độ đô thị hóa lớn khiến nhu cầu nhà đất tập trung ở khu vực các trung tâm kinh tế - xã hội và vùng lân cận, đẩy giá bất động sản lên cao trong thời gian ngắn.

Tình hình ở Việt Nam

Các thị trường trọng yếu như bất động sản, vốn, tiền tệ trong nhiều năm luôn tập trung nhiều nguồn lực và thu hút sự chú ý nhiều nhất của công chúng. Nhiều dấu hiệu thể hiện quan hệ liên thông tương tác mạnh giữa các thị trường này được ghi nhận từ thực tế vận động và các sự kiện kinh tế.

Tương tác bất động sản - chứng khoán

Bất động sản gần như là mối quan tâm thường trực của cá nhân mỗi khi tiềm lực tài chính được cải thiện hoặc vào lúc cần sắp xếp lại cơ cấu tài sản nắm giữ. Đặc tính này càng thể hiện rõ hơn khi nền kinh tế Việt Nam có những bước tiến tích cực, của cải tích lũy của người dân nhiều hơn. Ngay trong những năm 1990, đã có thể ghi nhận việc xã hội xem bất động sản như một phương tiện lưu trữ giá trị ưa thích bên cạnh vàng và ngoại tệ mạnh (phổ biến là USD). Xu hướng tăng giá bất động sản cũng là động lực quan trọng khiến thị trường này ngày một sôi động và lấn át các hình thức đầu tư và tiết kiệm truyền thống.

Ra đời từ giữa năm 2000, thị trường chứng khoán mang lại một phương thức mới để sử dụng nguồn vốn thặng dư trong xã hội, không chỉ lưu trữ giá trị mà còn có khả năng mang lại nguồn lợi đáng kể trong thời gian ngắn. Trong khoảng 6 năm hoạt động đầu tiên, thị trường này không nhận được nhiều sự quan tâm của các tác nhân trong nền kinh tế. Tuy nhiên, với sự thăng hoa của thị trường chứng khoán từ nửa cuối năm 2006 và trong năm 2007, đầu tư chứng khoán thực sự trở thành lựa chọn luôn được đưa ra cân nhắc cùng với bất động sản. Thậm chí, tại nhiều thời điểm cao trào, tập trung tài lực cho kinh doanh chứng khoán còn là lý do để rời bỏ tài sản nhà đất đang nắm giữ (đặc biệt với các quyết định cá nhân).

Quý I/2007 ghi nhận mức cầu bất động sản tăng vọt của những nhà đầu tư thắng lợi trên mặt trận chứng khoán. Lượng tiền mặt thu được từ các khoản lợi nhuận đầu tư chứng khoán không chỉ góp phần gia tăng số lượng giao dịch bất động sản mà còn tạo tính thanh khoản rất cao cho thị trường này. Chính điều này, có lẽ, là lý do trực tiếp nhất dẫn tới cơn sốt bất động sản trong quãng thời gian còn lại của năm 2007.

Giá nhà đất trong quý II/2007 tăng chóng mặt. Giá trị bình quân một giao dịch bất động sản tăng từ 3 tỷ đồng lên 5 đến 6 tỷ đồng, tức là

gấp tới hai lần. Giá nhà đất ở nhiều nơi đạt tới mức tăng 30%, 50% hay thậm chí cả 80% và 100% so với đầu năm. Tại thành phố Hồ Chí Minh, trong vòng 3 tuần, giá nhà ở khu dân cư Thái Sơn (huyện Nhà Bè) đã tăng từ 5,5-6 triệu đồng/m² lên tới 10-11 triệu đồng/m².

Tác động tâm lý thể hiện khá rõ trong hành vi vội vã tham gia thị trường bất động sản. Những người thực sự có nhu cầu sử dụng cố gắng tìm và sở hữu bất động sản phù hợp với nguyện vọng và khả năng tài chính trước khi giá leo thang. Một nhóm khác, chiếm từ 50%-60% người mua bất động sản, nhanh chóng thực hiện các giao dịch để đầu cơ, chờ giá lên.

Sự sụt giảm của thị trường chứng khoán từ sau tháng 4/2008 phần nào buộc công chúng điều chỉnh mức kỳ vọng lợi nhuận đầu tư và xem xét lại tiềm lực tài chính, cân nhắc một trong hai lựa chọn: bất động sản hay chứng khoán. Sang đầu quý III/2008, giá nhà đất bình ổn hơn. Và rồi, trước những biến động khó lường của tài sản tài chính, nguồn lực đầu tư một lần nữa được quả quyết tập trung vào bất động sản với những tài sản thực. Giá bất động sản không tăng đột ngột nhưng duy trì liên tục xu thế đi lên, tập trung vào khu vực căn hộ chung cư cao cấp.

Đến cuối năm 2007 đầu năm 2008, những kết quả thất vọng trên thị trường chứng khoán càng cổ vũ nhiều tay chơi chứng khoán tìm đến bất động sản. Giá nhà đất bước vào vòng xoáy tăng cao mới. Những con số kinh hoàng về giá bất động sản ở thành phố Hồ Chí Minh có thể khiến nhiều người không tin. Nhưng bài viết trên báo *Tiền Phong* (ngày 24/12/2007): “1m² đất đòi giá hơn 1,7 tỷ đồng!” sẽ buộc chúng ta phải tin! Căn nhà mặt tiền đường Đồng Khởi (thành phố Hồ Chí Minh) có chiều ngang 4m, dài 8m (32m²), một trệt một lầu nhưng giá bán lên tới 55 tỷ đồng, hơn 1,7 tỷ đồng/m²!

Sau Tết Nguyên đán 2008, thị trường chứng khoán quay trở về vạch xuất phát của năm 2006. Không còn những đồng lợi nhuận từ chứng khoán. Điều này gần như được phản ánh ngay trên thị trường bất động sản. Số lượng giao dịch giảm rõ rệt. Mức giá cũng vận động cùng xu thế. Trước thông tin chính thức về việc sáp nhập vào địa bàn hành chính Hà Nội, một tin rất tốt với bất động sản thuộc địa phận Hà Tây, mức giá giao dịch tại khu đô thị Văn Phú (cách trung tâm Hà Nội khoảng 20-25km) vẫn giảm 2 đến 2,5 triệu đồng mỗi mét vuông so với trước

Tết (thời điểm thông tin trên chưa được xác nhận chính thức), từ 20-21 triệu/m² xuống 18,5-19 triệu/m².

Quan hệ tương quan giữa bất động sản và chứng khoán rất rõ ràng. Các tác động có khi cùng chiều, có khi ngược chiều do chịu nhiều ảnh hưởng của yếu tố tâm lý. Hiện tượng này phần nào phản ánh hiện tượng bầy đàn của công chúng đầu tư Việt Nam.⁴

Đa dạng sản phẩm tín dụng và tỷ trọng tăng lên của dư nợ bất động sản tại ngân hàng thương mại

Các giao dịch bất động sản có quy mô chiếm tỷ trọng lớn tương đối so với nguồn thu nhập và năng lực đầu tư. Nhu cầu tín dụng của các hoạt động tiêu dùng và đầu tư với thị trường bất động sản rất lớn. Các ngân hàng thương mại rõ ràng không thể bỏ qua thị trường quá tiềm năng này. Thêm vào đó, hệ thống ngân hàng cũng chịu áp lực mở rộng dư nợ tín dụng để đảm bảo tỷ lệ cho vay chứng khoán theo Chỉ thị 03 của Ngân hàng Nhà nước.⁵ Ngay trong năm 2007, nhiều chương trình tín dụng bất động sản hấp dẫn đã được giới thiệu, nổi bật có:

Eximbank tung ra hai sản phẩm cho vay mua nhà, đất trả góp tại các dự án căn hộ cao cấp ở thành phố Hồ Chí Minh. *ABBank* mua bảo hiểm cho sản phẩm *YOUhousePlus* - cho vay trả góp mua nhà, đất 30 năm, với hạn mức 90% tổng nhu cầu vốn và 80% tổng giá trị của tài sản đảm bảo. *Techcombank* chính thức công bố tài trợ khách hàng vay tiền mua sản phẩm *Sky Garden 3*, đồng thời cung cấp gói dịch vụ tiện ích về nhà ở, trang thiết bị gia đình, ô tô vào đầu tháng 11/2007. *Ngân hàng Phương Đông* cho vay mua nhà ở, nền nhà với mức vay không quá 70% trị giá căn nhà đã thỏa thuận mua bán, không vượt quá 70% trị giá nhà mua dùng làm tài sản thế chấp, không vượt quá 80% trị giá bất động sản khác dùng làm thế chấp hay bảo lãnh, không quá 80% trị giá chứng từ có giá dùng để cầm cố đảm bảo khoản vay, và nhỏ hơn 100% tiền gửi tiết kiệm có kỳ hạn do OCB phát hành để đảm bảo khoản vay. *Habubank* cũng có chương trình mua nhà đất trả góp dành cho các cá nhân có nhu cầu mua nhà ở thực sự và có hộ khẩu thường trú tại địa phương mà *Habubank*

⁴2004: [121]

⁵Chỉ thị 03/2007/CT-NHNN của Thống đốc Ngân hàng Nhà nước về kiểm soát quy mô, chất lượng tín dụng và cho vay đầu tư, kinh doanh chứng khoán được ban hành ngày 28/5/2007 và được điều chỉnh từ tháng 2/2008.

có trụ sở giao dịch.

Các chương trình tín dụng bất động sản vừa được kể tên có chung các đặc điểm đáng chú ý: (i) Bất động sản hình thành từ nguồn tín dụng đi vay được sử dụng làm tài sản thế chấp; (ii) Thời hạn cho vay 10 hay 15 năm, cá biệt có khoản vay tới 30 năm; (iii) Lãi suất được điều chỉnh theo từng kỳ ngắn hạn, thường là 3 tháng; (iv) Mức lãi suất được áp dụng thống nhất cho các khách hàng theo quy định của mỗi ngân hàng. Phân loại tín dụng chỉ duy nhất phục vụ quyết định cấp hoặc không cấp tín dụng.

Quy trình thực hiện tín dụng bất động sản tại hệ thống ngân hàng thương mại khá chặt chẽ và an toàn. Khả năng vỡ nợ khó xảy ra. Trên thực tế, hạn mức tín dụng được các ngân hàng cung cấp thường không quá 50% của 70% giá trị thị trường bất động sản thế chấp. Nghĩa là tỷ lệ tài trợ của ngân hàng với một khoản đầu tư bất động sản của cá nhân thông thường dừng ở mức 35% giá trị tài sản. Điều này là động lực thúc đẩy người sử dụng tín dụng thanh toán đầy đủ phần lãi thường xuyên do thiệt hại của họ có thể lên tới 65% giá trị tài sản. Trường hợp hy hữu phải phát mãi tài sản thì tính thanh khoản cũng được đảm bảo hầu như chắc chắn.

Với các dự án phát triển bất động sản kinh doanh, phần thẩm định của ngân hàng sẽ rất chặt chẽ và tập trung vào tính khả thi, mức độ sinh lời của dự án, tiềm lực tài chính, kế hoạch bán hàng... của đơn vị chủ dự án. Mặc dù chính sách tín dụng được áp dụng khá chặt chẽ, tỷ trọng dư nợ tín dụng trên tổng số dư nợ của hệ thống ngân hàng thương mại đã tăng lên đáng kể trong thời gian qua. Theo kết quả khảo sát nhanh,⁶ tính đến đầu tháng 3/2008, tỷ lệ này trong hệ thống ngân hàng thương mại Việt Nam dao động ở mức từ 20%-40%. Theo khuyến cáo của Ngân hàng Nhà nước, các ngân hàng thương mại có tỷ lệ cấp tín dụng bất động sản cao khi vượt mức 30% tổng dư nợ.

Đến tháng 9/2008, trước những biến cố trên thị trường tài chính quốc tế, khó khăn trong thanh khoản của hệ thống ngân hàng trong nước và thị trường chứng khoán suy giảm, phần lớn các ngân hàng thương mại cổ phần, nhất là các ngân hàng ở Hà Nội, đã ngừng cho vay kinh doanh

⁶Khảo sát của công ty nghiên cứu kinh tế và tư vấn kinh doanh *Dan Houtte, Vuong & Partners Ltd.*: www.empirics.net

bất động sản và nỗ lực thu hồi các khoản nợ đến hạn. Nhờ đó, tỷ lệ dư nợ cho vay bất động sản đã giảm rất mạnh, xuống còn 9,15% tổng dư nợ toàn hệ thống ngân hàng. Con số này được Ngân hàng Nhà nước đánh giá là an toàn.⁷ Tuy nhiên, vẫn còn những lo lắng trong việc mất cân đối giữa nguồn vốn huy động ngắn hạn của các ngân hàng và kỳ hạn dài của các khoản vay bất động sản.

Cấu trúc nguồn vốn của tổ chức kinh doanh phát triển bất động sản

Không chỉ các cá nhân tham gia thị trường bất động sản có nhu cầu tín dụng cao. Các đơn vị kinh doanh bất động sản cũng rất nỗ lực trong việc tạo nguồn và huy động vốn triển khai hoạt động kinh doanh. Nguồn vốn đầu tư và phát triển bất động sản cơ bản được hình thành từ: (1) Vốn góp của các chủ sở hữu; (2) Vốn vay dài hạn, thường là các chương trình tài trợ tín dụng từ các tổ chức tài chính; (3) Phần chiếm dụng của các đơn vị cung cấp, nhà thầu; và (4) Phần ứng trước của khách hàng. Vốn vay và chiếm dụng thường cũng chiếm tỷ trọng đáng kể trong cơ cấu vốn của doanh nghiệp bất động sản.

Ngoài phần vốn góp của chủ sở hữu thể hiện tiềm lực tài chính của tổ chức kinh doanh bất động sản, các cam kết tài trợ tín dụng và phần ứng trước từ khách hàng có vị trí quan trọng trong cấu trúc nguồn vốn. Cam kết của các tổ chức tài chính mang lại sự đảm bảo về nguồn lực khả dụng lâu dài. Nhưng phần ứng trước của khách hàng mới thực sự hấp dẫn.

Bởi vậy, các tổ chức kinh doanh bất động sản đã khai thác và giới thiệu nhiều công cụ tài chính và cách thức sáng tạo để tối đa hóa dòng vốn này. Quy mô đáng chú ý của các khoản ứng trước từ khách hàng còn được thể hiện qua quy định không cho phép bán “sớm” bất động sản trên giấy của Chính phủ.

Nhưng như vậy không có nghĩa là các doanh nghiệp từ bỏ nguồn thu này. Khu căn hộ cao cấp The Vista, dự kiến hoàn thành vào năm 2011, đã gây ra cảnh chen lấn đóng tiền đặt mua căn hộ với giá khoảng 200.000 USD/căn vào giữa tháng 10/2007 tại thành phố Hồ Chí Minh.⁸

⁷Báo *Lao động*, “Giảm căng thẳng tín dụng nhà đất”, số ra ngày 3/10/2008.

⁸Giá bán được công bố là 1.600 USD/m² nhưng chỉ trong vòng chưa đầy 1 ngày sau khi mức này được công bố, giá sang nhượng đã được đưa ra ở mức từ 2.500 đến

Cũng trong tháng 10/2007, khách hàng có nhu cầu sử dụng căn hộ Sky Garden 3, thuộc khu Phú Mỹ Hưng phải giành nhau đóng tiền “thành ý” để có quyền bốc thăm mua nhà trong dự án trên 1.700 căn hộ sẽ khởi công đầu năm 2008 và giao nhà trong quý III/2010.

Tháng 2/2008, Sacomreal - công ty địa ốc thuộc sở hữu của Sacombank, đã phát hành 100 tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp kèm theo quyền mua căn hộ chung cư trong dự án dự kiến khởi công vào tháng 8/2008. Mỗi trái phiếu có mệnh giá 500 triệu đồng, lãi suất 4,4% trong vòng sáu tháng.

12.3.4 Vấn đề trọng yếu và gợi mở hướng chính sách

Dấu hiệu của sự liên thông giữa các thị trường bất động sản - vốn - tiền tệ còn có thể ghi nhận qua sự tham gia của đông đảo các công ty có dư tiền vốn hoặc năng lực tín dụng (có phần đóng góp quan trọng của các khoản thặng dư vốn cổ phần) vào lĩnh vực bất động sản mặc dù đó không phải là ngành nghề kinh doanh chính. Tiềm năng tăng trưởng của thị trường này cũng là yếu tố thu hút sự quan tâm của nhiều nhà đầu tư tài chính với cổ phiếu của nhóm doanh nghiệp bất động sản.

Chứng khoán hóa

Các chính phủ trên thế giới thường áp dụng ba giải pháp cơ bản để xử lý xung đột trong hoạt động cho vay của ngân hàng: ban hành các quy định về nghiệp vụ, đại chúng sở hữu ngân hàng, và chứng khoán hóa tài sản cầm cố.

Giải pháp thứ tư, theo cách tiếp cận không có sự can thiệp của chính phủ, trong định giá nợ và chuyển giao rủi ro là bán bảo hiểm với tình huống vỡ nợ tín dụng. Thị trường phái sinh thực hiện chức năng này: Hoán đổi vỡ nợ tín dụng là sản phẩm được sử dụng với tỷ trọng nổi bật trong nhóm sản phẩm tài chính phái sinh với mục tiêu này. Một thị trường bảo hiểm vỡ nợ tín dụng đã được hình thành tại Hoa Kỳ. Cuối năm 2006, thị trường này tăng trưởng đến mức kinh ngạc với giá trị đạt 20.000 tỷ USD. Hoàn toàn tương phản, giá trị của thị trường các nghĩa vụ nợ có thể chấp (CDOs), cùng thời điểm đó, ước tính vào khoảng 2.000 tỷ USD. Khoảng cách là rất lớn và sản phẩm hoán đổi thống lĩnh

thị trường. Vì vậy, có thể cho rằng các sản phẩm phái sinh rất hữu ích trong việc cung cấp thông tin hỗ trợ giải quyết vấn đề định giá rủi ro.

Các ngân hàng châu Á không làm theo cách này. Họ bằng lòng với việc lằng lằng nắm giữ các khoản tín dụng nhà ở có lãi suất biến động. Ưu điểm của phương pháp này là dễ dàng hạch toán tài sản phù hợp với nguồn vốn. Tài sản thế chấp của ngân hàng phần đông là các công cụ cho phép điều chỉnh lãi suất ngắn hạn, rất hoàn hảo để phòng ngừa rủi ro trong trường hợp lãi suất tăng, trong hoàn cảnh, nguồn vốn, với các ngân hàng, là các khoản tiền gửi. Tuy nhiên, những người đi vay không được bảo vệ trước những thay đổi lãi suất.

Tại Singapore, các tài sản thế chấp có thể điều chỉnh lãi suất ngắn hạn được coi là “ngõng đẻ trứng vàng” - một trong các tài sản sinh lợi nhiều nhất và rủi ro thấp nhất trong bảng cân đối kế toán của các ngân hàng thương mại và công ty tài chính. Ngân hàng không có nhu cầu chứng khoán hóa các khoản vay này bởi rủi ro, trên thực tế, đã được chuyển sang những người đi vay. Thậm chí, cách làm này còn được áp dụng với các khoản vay nhà ở có lãi suất cố định, khi mà mức lãi suất chỉ được duy trì với các thời hạn ba năm. Sau thời hạn đó, lãi suất sẽ được điều chỉnh. Các khoản thế chấp ngắn hạn không những mang lại ít rủi ro cho ngân hàng mà còn có lợi nhuận cao. Chúng không tạo ra chi phí cho việc phòng hộ rủi ro hay chứng khoán hóa. Đây là một lý do quan trọng để các ngân hàng châu Á đặt câu hỏi “Hệ thống của chúng tôi an toàn, vậy tại sao phải điều chỉnh?”

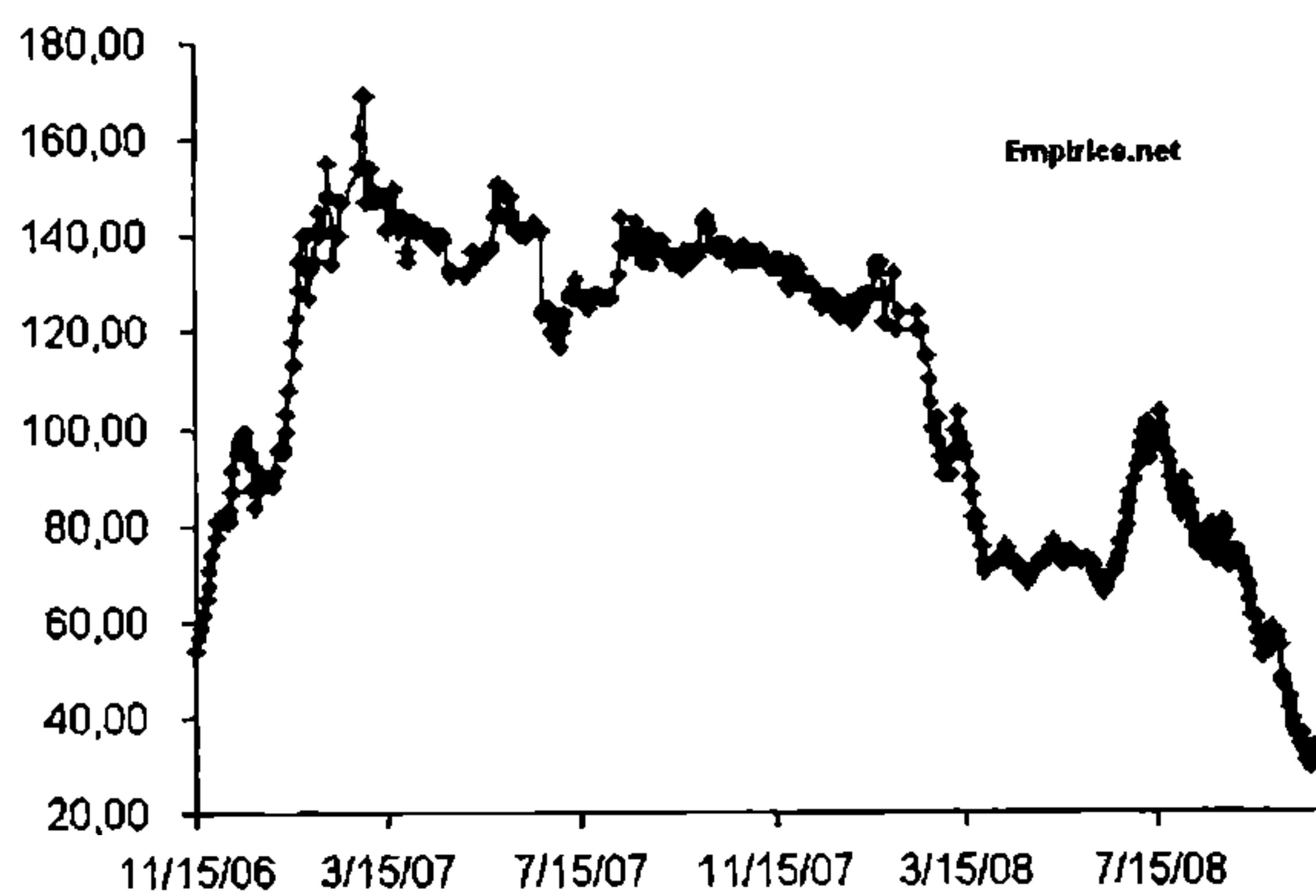
Quá trình tái tạo bất động sản

Quá trình này được xem xét qua hai ví dụ sau.

Bất động sản sinh ra bất động sản. Giả sử ta có bất động sản A, với giá trị 10 tỷ VND, được cho thuê với giá 100 triệu đồng/tháng cho chủ kinh doanh nào đó. Giả sử hợp đồng thuê cho phép lấy trước tiền của 3 năm. Nguồn thu ngay lập tức là: $36 \text{ tháng} \times 100 \text{ triệu đồng/tháng}$, và một khoản chiết khấu $a\%$ của $36 \text{ tháng} \times 100$. Phần hoa lợi gia tăng này có thể được sử dụng để tái đầu tư bất động sản mới. Và quá trình này tiếp diễn...

Các công ty kinh doanh có bất động sản kinh doanh, tạo ra lãi. Việc niêm yết trên thị trường chứng khoán giúp giá có thể tăng so với mệnh giá 500% ($\frac{P}{B} = 5$). Bất động sản được đánh giá cao lên 5 lần. Năng lực

vay vốn của doanh nghiệp tăng lên. Điều này giúp họ có thể vay một mức X . Mức này đến lượt nó mang lại cơ hội để doanh nghiệp tiếp tục tái tạo bất động sản. Nếu họ lại sử dụng vốn vay này để tạo dựng một công ty kinh doanh bất động sản mới, với suất vay nào đó, thì một chu trình mới tạo ra 5 lần giá trị lại được bắt đầu. Quá trình tạo ra tiền vô tận này sẽ không dừng lại về mặt lý thuyết; và trong thực tế cũng có giai đoạn xảy ra gần như vậy. Nó chỉ dừng lại khi bị giới hạn tín dụng, và nguồn đầu tư bổ sung. Cổ phiếu Tân Tạo, một trong những tập đoàn bất động sản và hạ tầng khu công nghiệp lớn nhất Việt Nam những năm 2005-2008 mất 12 tháng để tăng gấp khoảng 4 lần, (xem Hình 12.1).



Hình 12.1: Biến động giá cổ phiếu Tân Tạo
Đơn vị: 1.000 đồng/cổ phiếu

Đây là dạng khác của *rent-seeking*. Tìm kiếm đặc lợi (tiền thuê), *rent-seeking*, là khái niệm kinh tế học do Anne Krugger (từng giữ vị trí Phó Giám đốc IMF) đưa ra. Bà Krugger cho rằng khi được ưu đãi và bảo vệ, các doanh nghiệp trong nước sẽ không chịu cải cách để nâng cao tính cạnh tranh mà chỉ tìm cách xoay xở để giữ lại bổng lộc từ những ưu đãi và trợ giúp của nhà nước. Tuy nhiên, mức lợi nhuận cao vượt trội là động lực mạnh mẽ để ngày càng có nhiều hơn đối thủ tham gia cạnh tranh và tìm kiếm quyền khai thác lợi ích đặc biệt. Điều này dẫn tới sự suy giảm dần lợi nhuận biên. Kết cục là lợi thế đặc quyền bị xóa bỏ.

Vấn đề gây tranh cãi là những cơ hội trở nên giàu có từ việc tìm kiếm đặc lợi có thể đúng là không mang lại lợi ích cho bất kỳ ai trong nền kinh tế (đặc biệt khi xét trong dài hạn) bởi nó khuyến khích việc sử dụng lãng phí các nguồn lực.

Quản lý thị trường bất động sản

Tiền vay kế ước bất động sản ngày càng quan trọng với phần đông các gia đình ở Hoa Kỳ. Bảng số liệu 12.2 minh họa rõ mức quan trọng tăng lên nhanh chóng này trong chưa đầy một thế kỷ qua.

Bảng 12.2: Thống kê tỷ lệ nợ mua bất động sản với hộ gia đình

	1949	1979	2001
Nợ mua BĐS/Tổng thu nhập hộ gia đình	20	46	73
Nợ mua BĐS/Tổng tài sản hộ gia đình	15	28	41

Nguồn: Green & Watcher (2005), [43]. Đơn vị: %

Bản chất các công cụ tài chính nhằm hỗ trợ thanh toán bất động sản cũng thay đổi theo chiều hướng đa dạng và phức tạp hơn rất nhiều. Đó không phải vì người ta muốn phức tạp hóa vấn đề (trên thực tế, cả thực hành lẫn quản lý đều mong muốn có các mô hình đơn giản nhất), mà là do các tính chất phát sinh.

Trước năm 1930, tín dụng bất động sản Hoa Kỳ có lãi suất linh hoạt, tỷ lệ thanh toán lần đầu rất cao và thời hạn của khoản tín dụng ngắn. Điều này khá tương tự tình trạng của Việt Nam đầu năm 2008 với công cụ vay mua bất động sản của một số ngân hàng thương mại cổ phần. Lãi suất bám theo thị trường (mức dao động), thời hạn khá ngắn (trung bình 10-15 năm) và phần tỷ lệ trả lần đầu thuộc về trách nhiệm người đi vay rất lớn: 60-65% (tùy theo giá trị được thẩm định của bất động sản).

Thời kỳ dài phát triển các thị trường tài chính, vượt qua các khủng hoảng đã khiến cho các dòng sản phẩm tài chính cho bất động sản cũng linh hoạt và đa dạng hơn, cung cấp nhiều hơn lựa chọn tín dụng cho người vay.

Sự can thiệp của các cơ quan lập pháp và Chính phủ Hoa Kỳ đã có tác dụng đáng kể làm phát triển thị trường bất động sản và sự liên thông mạnh mẽ các thị trường bất động sản - vốn - tiền tệ ở Hoa Kỳ kể từ nửa cuối thế kỷ XX.

Khủng hoảng 1929-1933 dẫn tới giai đoạn giá trị bất động sản sụt giảm mạnh, chỉ còn khoảng 50% của thời kỳ đỉnh cao trước khủng hoảng. Làn sóng phát mại tài sản diễn hình lên tới 250.000 vụ mỗi năm trong giai đoạn 1931-1935. Vào lúc xấu nhất, 10% số bất động sản bị xiết nợ. Các tổ chức tín dụng phải bán tổng bán tháo các tài sản này để thu tiền về, và gây ra một áp lực sụt giá lớn trên thị trường nhà ở.

Chính phủ Hoa Kỳ can thiệp bằng việc thành lập các tổ chức đặc biệt quan trọng: Home Owner's Loan Corporation (HOLC), Fed Housing Admin (FHA) và Fed National Mortgage Association (FNMA). Những thay đổi này dẫn tới thực trạng của năm 1948, kỳ hạn vay dài nhất tăng lên 30 năm (so với 20 năm trước đó). Năm 1956, FHA tăng tỷ lệ vay trên giá trị bất động sản lên tối đa 95% (so với trước đó là 80%) với xây dựng mới và 90% với nhà có sẵn.

Từ giai đoạn đó, người ta ví Hoa Kỳ như chuyển từ “quốc gia của những người thuê nhà trong phố sang những người sở hữu nhà ở các vùng ven, lân cận”. Như vậy, bài học của Hoa Kỳ là việc triệt để thiết kế các công cụ và định chế quản lý sử dụng các phương tiện thị trường để điều tiết.

Một chuỗi các thay đổi làm cho thị trường hoạt động tốt hơn, việc quản lý hiệu quả hơn. Bản chất của quản lý tốt hơn cho vận hành thị trường là tổng hợp của ba tính chất: (i) Đa dạng lựa chọn tài chính cho người sử dụng; (ii) Quản trị rủi ro tốt hơn; và (iii) Tính thanh khoản cao hơn.

Tới năm 1980, chứng khoán hóa đã trở thành nguồn tài chính chủ yếu tài trợ cho hoạt động vay bất động sản nhà ở. Sự liên thông này khá toàn diện. Nó giúp đẩy toàn bộ thị trường bất động sản Hoa Kỳ lên mức giá trị 8.370 tỷ USD năm 2003.

Những dấu hiệu của sự liên thông bất động sản - chứng khoán - tiền đã có thể quan sát được rõ nét từ cuối năm 2007 và đầu năm 2008 (sdd, [113]). Tuy nhiên, quan hệ này mới ở trạng thái một chiều, tức là tạo nguồn cho việc hình thành bất động sản. Nói cách khác, quá trình chứng khoán hóa để tái tạo lại tính thanh khoản cho hệ thống tài chính chưa có. Quá trình phân bổ rủi ro rất hẹp, chỉ trong phạm vi giữa số ít đối tượng tham gia giao dịch. Vì thế, ở Việt Nam thanh khoản chỉ được đảm bảo khi giá bất động sản tăng. Ngược lại khi giá bất động sản

giảm thì hoàn toàn không thanh khoản, do đó cũng không có mức cân bằng giá mới. Do vậy, hiện tượng dễ thấy là giá thì vẫn đứng ở mức cao, nhưng không có giao dịch. Sau các chu kỳ trầm lắng, mức cao “kẹt giao dịch” đó tiếp tục là mặt bằng để đẩy tiếp giá thị trường sang điểm mất cân bằng trong một cơn sốt mới. Đó là lý do mà giá bất động sản ở Việt Nam có khi còn cao hơn ở những đô thị đắt đỏ hàng đầu thế giới. Đây là “bong bóng” tự tồn tại do không xì được.

Hệ thống chính sách và định chế tốt cần xử lý hai vấn đề kỹ thuật quan trọng: (a) Cung cấp công cụ tài chính có lãi suất cố định cho người sử dụng mua bất động sản để phòng ngừa rủi ro lãi suất tăng; và (b) Cung cấp cơ hội/khả năng cho người vay tái cấp tài chính (refinancing) để mua tài sản khi lãi suất giảm.

Trường hợp các quốc gia phát triển, đặc biệt là Hoa Kỳ, cho thấy rõ kể từ những năm 1980 chứng khoán hóa giúp bắc cầu kết nối thị trường tài sản vay dài hạn thông qua các công cụ của thị trường vốn, có quy mô ngày càng tăng trên toàn thế giới.

Thời kỳ khủng hoảng năm 1933 cũng là kết cục của một quá trình đầu cơ, có sự đóng góp lớn của đầu cơ bất động sản do quá trình tăng trưởng nóng của dân số đô thị cũng như tài sản tích lũy của các công dân thành phố. Thời kỳ đó, hệ thống cho vay bất động sản của Hoa Kỳ đã hoạt động và được giám sát kỹ. Bảo hiểm khoản vay cũng đã hoạt động. Tuy nhiên, do sự đầu cơ rất mạnh, hầu như toàn bộ nguồn tài chính các ngân hàng đều dồn vào lĩnh vực này, gây ra rủi ro rất nguy hiểm. Do đó, nền kinh tế phát triển tới giai đoạn sinh ra ngành S&L (Saving & Loan - tiết kiệm và cho vay) phục vụ riêng nhu cầu phát triển và xúc tiến thương mại bất động sản nhà ở, và thậm chí hình thành cả các liên minh rất nguy hiểm chò tài sản của người gửi tiền.

Thời kỳ khủng hoảng năm 1929, các ngân hàng bị lèn chặt các khoản vay bất động sản. Không hẳn tất cả đều xấu, nhưng một tỷ trọng quá lớn bị phụ thuộc vào các vòng quay bất động sản, vào tiền ứng trước liên tục, giá tăng, và tốc độ tiêu thụ... Chỉ cần một mắt xích đứt, chẳng hạn tốc độ tiêu thụ dừng lại hoặc giá không tăng nữa, ngân hàng sẽ thấy các bảng tổng kết tài sản chứa toàn “tài sản đóng băng”.

Thực tế là bất động sản và chứng khoán liên quan bất động sản là nguyên nhân duy nhất gây ra sự phá sản của 4.800 ngân hàng trong giai

đoạn 1931-1933 và đổ lỗi cho “dầu cơ quá mức”. Thực ra theo Simpson (1933, [99]), đó là cách nói đánh trống lảng, và ngân hàng là người trong cuộc.

Chứng khoán hóa các tài sản có nguồn gốc bất động sản là một xu hướng và việc sử dụng nó là không thể tránh khỏi bởi nó tạo ra thanh khoản. Tính chất liên thông giữa các thị trường bất động sản - vốn - tiền tệ có thể hình thành một cơ chế lây lan và khuếch tán nhanh chóng các hiệu ứng biến động.

12.4 Quản lý hệ thống ngân hàng

Hệ thống ngân hàng đóng vai trò trung tâm - thiết yếu của nền kinh tế. Tầm quan trọng của thị trường này đối với hệ thống kinh tế quốc dân có thể ví như trái tim đối với cơ thể. Một cơ thể không thể khỏe mạnh nếu trái tim bị bệnh tật. Để tránh tình trạng trên, trái tim phải được chăm sóc đúng cách và sửa chữa kịp thời những khiếm khuyết - sai hỏng.

12.4.1 Trong những năm 1990

Khu vực ngân hàng đã phát triển nhanh chóng trong nửa đầu những năm 1990, xét cả về độ lớn tài sản và danh mục cho vay. Tuy nhiên, nửa sau những năm 1980 đã phải thất vọng đối với hoạt động của khu vực này. Dân chúng và các cơ quan có thẩm quyền đã phát hiện ra hàng loạt các sự cố tín dụng tại cả ngân hàng thương mại nhà nước và ngân hàng thương mại cổ phần.

Điển hình phải kể đến trường hợp Tamexco, doanh nghiệp nhà nước có trụ sở tại thành phố Hồ Chí Minh, đã sử dụng sai mục đích và rút ruột khoảng 500 tỷ đồng (tương đương 40 triệu USD) từ vốn hoạt động. Trong trường hợp Minh Phụng Epco, khoảng 4.485 tỷ đồng (tương đương 330 triệu USD) tài sản của ngân hàng bị kẹt lại do đầu cơ vào bất động sản không có khả năng thanh khoản.

Sau những vụ đầu tiên, hàng trăm vụ khác bị lật tẩy, với tổng số thua lỗ trung bình của ngân hàng là cả triệu USD. Thêm vào đó, câu hỏi về tính minh bạch và trình độ chuyên môn của các ngân hàng được đặt ra. Càng bị điều tra, càng nhiều khoản nợ không được trả bị phát hiện. Số

nợ xấu được báo cáo tăng chóng chất. Và hầu hết các thương vụ gian lận đều có liên quan đến cán bộ ngân hàng (hầu hết đều là nhân sự quản lý cao cấp). Lại một lần nữa, độ an toàn của tiền gửi và sự lành mạnh của ngân hàng trở thành một câu hỏi nghiêm túc.

Nhận ra nguyên nhân của những yếu kém trong khu vực ngân hàng, từ năm 1998, Ngân hàng Nhà nước đã theo dõi và yêu cầu tất cả các ngân hàng phải thỏa mãn các yêu cầu chặt chẽ trong hoạt động, bao gồm: tăng vốn tối thiểu lên mức 700 tỷ đồng;⁹ giảm nợ quá hạn trên tổng tài sản xuống dưới 10%; và tuân theo các quy định thận trọng trong hoạt động tín dụng, dự trữ thua lỗ tín dụng, tham gia bảo hiểm tiền gửi, v.v..

Cùng với đó, Ngân hàng Nhà nước đưa một số ngân hàng thương mại cổ phần vào diện tạm ngừng hoạt động, và sau đó phán quyết các vụ sáp nhập và thu tóm đối với một số ngân hàng, trong đó có Ngân hàng VP Bank (Hà Nội), Asia Pacific Bank (thành phố Hồ Chí Minh), Nam Phương (thành phố Hồ Chí Minh).

Mặc dù những biện pháp của Ngân hàng Nhà nước đã tạo điều kiện cho các ngân hàng thương mại cổ phần cải tổ và nâng cao tiêu chuẩn hoạt động, nhưng vẫn chưa có ảnh hưởng rõ ràng lên thị trường tài chính. Lý do là vì không có những nỗ lực tương tự áp dụng với nhóm ngân hàng thương mại nhà nước. Một trong những khó khăn nội tại gây ra nhiều quan ngại là sự thiếu minh bạch và không áp dụng các quy tắc chuẩn mực trong nhiều lĩnh vực hoạt động, cụ thể như kế toán tài chính và quản trị, công bố thông tin và quản trị doanh nghiệp. Phương thức hoạt động của thị trường tài chính chỉ được cải thiện khi nỗi lo này được giải quyết (Farber, 2002:[36]).

12.4.2 Khủng hoảng tài chính châu Á và ảnh hưởng đến Việt Nam

Trong khi mầm mống của cuộc khủng hoảng tài chính châu Á nảy sinh từ những vấn đề thuộc cấu trúc kinh tế và đầu tư và khả năng giải quyết các trách nhiệm tài chính của khu vực, thì triệu chứng dễ nhận thấy nhất biểu hiện qua thị trường ngoại hối và tháo chạy vốn. Trên thực tế, tỷ giá đồng Việt Nam (vốn không được tự do chuyển đổi) với các đồng

⁹Mức này tới năm 2008 đã được tăng lên 1.000 tỷ đồng.

tiền đang mất giá trong khu vực không xảy ra biến động lớn. Sở dĩ như vậy là do chính sách *nửa mở* hoặc *nửa đóng* về tỷ giá hối đoái do Chính phủ ban hành và được Ngân hàng Nhà nước thực hiện hiệu quả.

Trong thời gian khủng hoảng, Ngân hàng Nhà nước đã ban hành bốn quy định ngắn hạn kiểm chế nhu cầu ngoại hối và tránh được những áp lực gây mất giá đồng nội tệ. *Thứ nhất*, doanh nghiệp xuất khẩu phải bán ngoại tệ thu được cho các ngân hàng thương mại, với tỷ lệ điều chỉnh là 100%, 80%, hoặc 50% theo quy định của Ngân hàng Nhà nước (Thông tư 107, Ngân hàng Nhà nước). *Thứ hai*, khi thực hiện vay ở nước ngoài, doanh nghiệp trong nước phải đăng ký với Ngân hàng Nhà nước và chỉ được thực hiện khi được Thống đốc và Vụ Quản lý Ngoại hối chấp thuận. *Thứ ba*, với các khoản vay nước ngoài được phê chuẩn từ trung đến dài hạn, tỷ lệ lãi suất được giữ ở mức lãi suất Libor 6 tháng (hoặc Sibor) cộng 3% mỗi năm. Và, *thứ tư*, cho đến năm 1999, việc giao dịch ngoại hối, chủ yếu thực hiện bằng USD, trên thị trường chính thức (thị trường liên ngân hàng và các ngân hàng thương mại được phép) chịu sự kiểm soát chặt chẽ trực tiếp từ Vụ Quản lý ngoại hối. Tỷ giá chỉ được dao động với biên độ nhỏ là $\pm 0,25\%$ so với tỷ giá giao dịch ngày hôm trước. Như vậy, mức tỷ giá cố định đã được thay thế bằng tỷ giá liên ngân hàng ở cuối ngày trước đó từ rất sớm.

Nhìn chung, sóng gió tài chính châu Á có ảnh hưởng tới tốc độ tăng trưởng của Việt Nam, nhưng không gây tác hại đáng kể tới tính ổn định của thị trường tài chính. Đông đảo học giả đồng ý rằng, vào thời điểm đó, Việt Nam mới đi được một nửa chặng đường hội nhập kinh tế khu vực nên không chịu nhiều tác động từ bên ngoài. Những nhân tố gây ra bất ổn nằm chính ngay trong nền kinh tế. Hiệu quả thấp và sử dụng sai mục đích các nguồn lực tài chính hữu hạn mới là những vấn đề Việt Nam cần tập trung giải quyết.

12.4.3 Hiệu quả kinh doanh của các ngân hàng

Sự trở lại của các rắc rối trong khu vực ngân hàng có mối liên hệ mật thiết với nợ xấu, kinh doanh kém hiệu quả của doanh nghiệp nhà nước và vấn nạn tham nhũng. Sau thời kỳ cải tổ khu vực ngân hàng 1998-1999, tình trạng của hệ thống ngân hàng Việt Nam hiện rõ trong vòng báo động.

Một loạt các biện pháp đối phó đã được đưa ra nhằm giảm bớt nguy cơ của một cuộc khủng hoảng ngay từ bên trong. Những sự kiện sau thu hút nhiều sự chú ý nhất của dân chúng, giới chuyên gia tài chính, nhà hoạch định chính sách, cộng đồng tài trợ quốc tế và giới truyền thông.

- i Thành lập *Bảo hiểm tiền gửi Việt Nam* vào ngày 9/11/1999 theo Quyết định số 218/1999/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ và chính thức hoạt động từ ngày 7/7/2000.
- ii Quyết định số 297/1999/NHNN ngày 25/8/1999 của Ngân hàng Nhà nước đối với các ngân hàng thương mại về việc đảm bảo đủ vốn, chiếm ít nhất 8% tổng giá trị tài sản, và giới hạn khả năng tài trợ vốn bằng việc quy định chỉ được sử dụng tối đa 25% tiền gửi ngắn hạn để cung cấp cho các khoản nợ từ trung đến dài hạn.
- iii Thành lập và cấp vốn cho *Quỹ Hỗ trợ phát triển* (DAF) năm 2001.
- iv Nghị định số 100/1999/NĐ-CP ngày 10/9/1999 của Chính phủ, Quyết định số 171/2000/QĐ-NHNN ngày 8/3/2000 của Ngân hàng Nhà nước là cơ sở cho các quy định về việc thành lập, quản lý và sử dụng khoản dự trữ rủi ro của Ngân hàng Nhà nước. Theo các quy định này, quỹ dự trữ rủi ro được xác định ở mức 10% tổng doanh thu của Ngân hàng Nhà nước. Khoản dự trữ được sử dụng để bù đắp những thua lỗ tín dụng, thanh toán và kinh doanh tiền tệ. Việc sử dụng nguồn dự trữ này trong các tình huống đặc biệt phải có ý kiến của Bộ Tài chính và Văn phòng Thủ tướng Chính phủ.
- v Quyết định số 1627/QĐ-NHNN ngày 31/12/2001 của Ngân hàng Nhà nước nhằm phân loại nợ xấu và nợ có khả năng không trả được, theo tiêu chuẩn trong nước. Những thuật ngữ này đã trở nên không thích hợp do việc phân loại này có những khác biệt so với chuẩn quốc tế, và khó triển khai trong nhiều trường hợp trên thực tế.
- vi *Công ty mua bán nợ và tài sản tồn đọng của doanh nghiệp* (DATC) được thành lập ngày 6/2/2004 để xử lý các khoản nợ xấu và tài

sản của các ngân hàng. DATC có vốn điều lệ ban đầu là 2.000 tỷ đồng. Nhiệm vụ chủ yếu của công ty này là hỗ trợ tái cấu trúc nợ các doanh nghiệp nhà nước đang đối mặt với gánh nặng nợ. Vốn hoạt động của DATC được cấp trực tiếp từ hai nguồn: quỹ dự phòng tái cấu trúc doanh nghiệp nhà nước và ngân sách chính phủ do Bộ Tài chính giám sát.

- vii Sắp xếp lại nguồn vốn của các ngân hàng thương mại nhà nước, bằng việc chuyển những khoản nợ có khả năng không được trả sang cho DATC, rà soát sổ sách, và bổ sung vốn pháp định cho nhóm ngân hàng này.
- viii Các ngân hàng thương mại nhà nước được phép loại bỏ, giảm giá trị các khoản vay không thu hồi được từ các doanh nghiệp nhà nước khỏi bảng tổng kết tài sản.

Thương vụ đầu tiên của DATC bao gồm 20 doanh nghiệp nhà nước, với khoản nợ không thể thu hồi của các ngân hàng lên tới 615,7 tỷ đồng. Tuy nhiên, những biện pháp này không giải quyết được các vấn đề của hệ thống ngân hàng. Những rắc rối vẫn còn nguyên khi doanh nghiệp nhà nước đóng vai trò là người vay, và ở phía đối diện, các ngân hàng thương mại nhà nước, cũng thuộc sở hữu nhà nước, đóng vai trò người cho vay. Nhiều trường hợp nợ xấu, hoạt động kém hiệu quả, và tham nhũng có liên hệ với nhau do thiếu vắng tính minh bạch trong hầu hết các thương vụ ngân hàng.

Vào cuối năm 2003, số liệu về nợ xấu và nợ không có khả năng thu hồi của các ngân hàng thương mại nhà nước xấp xỉ 35.000 tỷ đồng (tương đương khoảng 2.250 triệu USD). Con số này quá lớn khi so sánh với tổng vốn cổ phần của 4 ngân hàng thương mại nhà nước, chiếm tới 72% thị phần cho vay, và 78% thị phần huy động vốn trên cả nước, chỉ ở mức 425 triệu USD vào cuối năm 2003.

Hầu hết các khoản tiền khổng lồ này nằm trong các doanh nghiệp nhà nước dưới tất cả các dạng, thông qua các “khoản vay chỉ định”. Hệ quả của kiểu tín dụng này thật khôn lường khi những người có quyền “chỉ đạo” lại thường có rất ít trách nhiệm xét trên khía cạnh hệ thống ngân hàng của Nhà nước.

Trong vụ việc khiến hai thứ trưởng Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn, và hai lãnh đạo cấp vụ khác phải nhận án hình sự năm 2003, những quan chức này gửi thư dưới dạng gợi ý, bảo đảm, yêu cầu, v.v., tới các ngân hàng thương mại nhà nước giúp một doanh nghiệp nhà nước thuộc sự quản lý của Bộ - *Công ty tiếp thị đầu tư nông nghiệp và phát triển nông thôn* - dễ dàng vay vốn. Công ty này, vào thời điểm thành lập, chỉ có 60.000 USD vốn cổ phần, nhưng trong một khoảng thời gian ngắn, chưa đến 2 năm, đã vay nợ tới 8,27 triệu USD (tương đương 129 tỷ đồng). Tổng số nợ mà các ngân hàng không thể đòi lại được từ riêng thương vụ này là 77,4 tỷ đồng (tương đương 4,96 triệu USD), chiếm 60% tổng các khoản vay.

12.4.4 Cam kết đối với các tổ chức đa phương

Trong quá trình hội nhập kinh tế khu vực và thế giới, Việt Nam có những cam kết quan trọng với các tổ chức đa phương trong lĩnh vực tài chính, tín dụng. Thực hiện đúng và đầy đủ các cam kết theo lộ trình được các bên chấp thuận thực sự là áp lực lớn trong cải cách hệ thống ngân hàng.

Thứ nhất, sau khi trở thành thành viên chính thức của ASEAN, Việt Nam cam kết tuân thủ Thỏa thuận chung về dịch vụ được đưa ra ngày 15/12/1995 tại Bangkok, Thái Lan. *Thứ hai*, ký kết Hiệp định thương mại song phương Việt Nam - Hoa Kỳ ngày 13/7/2000 tại Washington. Theo đó, Việt Nam sẽ tuân thủ nhiều điều kiện và điều khoản liên quan đến cơ chế quản lý và điều hành thị trường tài chính. Đơn cử như việc loại bỏ mọi rào cản với giao dịch đồng nội tệ (đồng Việt Nam) vào năm 2008. *Thứ ba*, với tư cách thành viên WTO, Việt Nam tuân thủ lộ trình tự do hóa khu vực tài chính ngân hàng và phi ngân hàng, xóa bỏ trợ cấp với doanh nghiệp nhà nước bao gồm cả ngân hàng thương mại nhà nước.

Ngoài những cam kết rất có ảnh hưởng này, còn phải kể đến các điều kiện để nhận vốn vay theo lịch trình của WB, IMF, ADB, nhóm các nước tài trợ (những đại diện của các nước tài trợ cho Việt Nam), phái đoàn của liên minh EU, các kế hoạch song phương với Nhật Bản, v.v.. Thực hiện các cam kết này cộng với mong muốn được tái hội nhập vào nền

kinh tế thế giới, việc cần thiết phải cải cách hệ thống tài chính đã không chỉ là ước vọng của Việt Nam, mà còn là nghĩa vụ phải quan sát các quy tắc chung trên thế giới.

12.5 Chính sách tiền tệ và tài khóa

Từ cuối năm 2007, nền kinh tế Hoa Kỳ phát đi những tín hiệu báo động đầu tiên về nguy cơ khủng hoảng tín dụng bất động sản dưới chuẩn với những lần cắt giảm liên tiếp mức lãi suất cơ bản của FED. Sau mỗi động thái cắt giảm, giới truyền thông và phân tích tài chính đều đưa ra những nhận định về tác động tới tăng trưởng kinh tế và thị trường chứng khoán Hoa Kỳ.

Với cảm nhận rằng biến động của thị trường chứng khoán Hoa Kỳ, rộng hơn là xu thế của hệ thống tài chính toàn cầu, có ảnh hưởng tới sự tăng lên hay giảm xuống của các chỉ số thị trường chứng khoán Việt Nam, các nhà đầu tư Việt Nam bắt đầu chú ý nhiều hơn tới từng lần điều chỉnh lãi suất của FED. Nguyên lý cơ bản được các nhà đầu tư nắm vững, khi chi phí vốn, giá của đồng vốn, tức là lãi suất giảm đi, giá cổ phiếu sẽ tăng lên vì vốn sẽ chuyển từ lĩnh vực có lợi suất thấp - các khoản cho vay (dài hạn và ngắn hạn) sang khu vực mang lại lợi suất cao hơn.

Đến giữa năm 2008, lãi suất cơ bản ở Việt Nam lần lượt được tăng lên 12%/năm (tháng 5/2008) và 14%/năm (tháng 6/2008). Lúc này, các nhà đầu tư và cộng đồng doanh nghiệp Việt Nam thực sự phải đối diện với sức nóng rất mặt tủa ra từ các cỗ máy kinh doanh đang khô kiệt dầu bôi trơn tín dụng. Để huy động tiền đồng trong dân cư, đảm bảo khả năng thanh khoản, các ngân hàng thương mại phải chấp nhận mức lãi suất đầu vào rất cao, có thời điểm vượt mức 20%/năm cho tiền gửi ngắn hạn. Ở đầu kia của đường ống tín dụng, các doanh nghiệp khát vốn sung sướng uống từng giọt “thuốc độc” vốn vay với lãi suất tới 21%/năm cùng với các khoản phụ phí. Được vậy vẫn còn là may mắn. Phần đông doanh nghiệp không thể tiếp cận được nguồn tín dụng.

Bằng quan sát trực giác, có thể thấy các quyết định điều chỉnh lãi suất ngay tức thì làm thay đổi hành vi kinh tế, thúc đẩy hoặc bóp nghẹt sản xuất. Chỉ bằng một động tác xiết chặt van tín dụng, nền kinh tế có thể chuyển từ trạng thái tăng trưởng và mở rộng đầu tư sang cảnh ngưng

trệ và đình đốn. Các nguồn vốn đầu tư và cam kết tài chính rất đông đảo trong thời gian tín dụng thả lỏng bỗng chốc biến mất. Có điều kiện tiếp xúc nhiều chủ doanh nghiệp ở các quy mô lớn nhỏ và lĩnh vực khác nhau, chúng tôi ghi nhận tình cảnh khó khăn chung do thiếu vốn trầm trọng từ tháng 4 đến tháng 7/2008.

Thực tế này thêm một lần nữa khẳng định ảnh hưởng có tính quyết định của lãi suất như một công cụ hiệu quả điều chỉnh trạng thái hoạt động của toàn bộ nền kinh tế. Trong lý thuyết kinh tế học, mô hình IS - LM giúp làm sáng tỏ các quan hệ tương tác này cũng như hiệu ứng mà mỗi động thái của chính phủ trong chính sách tiền tệ và tài khóa tạo ra đối với nền kinh tế.

Mô hình IS - LM

Tại Hội thảo về Kinh tế lượng năm 1936, các học giả John Hicks, Alvin Hansen và James Meade cùng trình bày các kết quả về mô hình toán học tổng quát cho lý thuyết kinh tế học vĩ mô của John Maynard Keynes. Tới năm 1937, lần đầu tiên mô hình IS - LM được John Hicks và Alvin Hansen đưa vào sử dụng. Mô hình này đặc biệt hữu dụng trong giải thích các tác động do can thiệp chính sách của chính phủ tạo ra với hệ thống tiền tệ và được đông đảo các nhà kinh tế xem như mô hình kinh tế vĩ mô diễn tả “chân thực” nhất đời sống kinh tế của xã hội (Dornbusch và Fischer, 1992: [26]). Kể từ đó, mô hình IS - LM luôn được giới thiệu trong các sách giáo khoa kinh tế học vĩ mô.

Nhiều năm sau, chính Hicks là người chỉ ra những khiếm khuyết của mô hình IS - LM. Trước hết là việc tách rời các khu vực tiền tệ và khu vực sản xuất vật chất của nền kinh tế. Thêm nữa, điểm cân bằng của mô hình bỏ qua yếu tố bất định. Một dịch chuyển trên đường IS hoặc LM sẽ dẫn tới điều chỉnh về kỳ vọng - yếu tố làm dịch chuyển chính đường còn lại.

Lãi suất là nhân tố trung tâm của mô hình IS - LM. Lãi suất cùng với mức sản lượng tối ưu xác định điểm cân bằng đồng thời cả thị trường hàng hóa và tiền tệ trong nền kinh tế. Thực tế là sản lượng tối ưu hầu như không thể xác định và tác động. Do vậy, công cụ điều chỉnh còn lại duy nhất là lãi suất. Và quả thực, uy lực của công cụ này rất rõ ràng.

Chúng ta đã có dịp quan sát tác động của điều chỉnh lãi suất tới dịch chuyển cơ cấu kinh tế Việt Nam giai đoạn 1955-1957, cắt giảm lãi suất của FED trong cơn bão khủng hoảng tín dụng 2007-2008, gần hơn là vấn nạn thanh khoản thấp của hệ thống ngân hàng Việt Nam khi lãi suất tăng cao trong nửa đầu năm 2008.

Trước khi tìm kiếm các gợi mở chính sách tác động vào thị trường tiền tệ được rút ra từ mô hình, chúng ta cần nắm vững những nguyên lý vận hành căn bản và đơn giản, cùng phương thức xác lập mô hình trên thực tế.¹⁰

Nguyên lý vận hành

Mô hình IS - LM được biểu diễn bằng đồ thị với hai đường tuyến tính giao nhau trong góc phần tư thứ nhất. Trục hoành của đồ thị biểu diễn mức thu nhập quốc dân, hay tổng sản lượng quốc nội thực tế, ký hiệu là Y . Trục tung biểu diễn lãi suất danh nghĩa, ký hiệu là i .

Giao của hai đường IS - LM trong Hình 12.4 là điểm cân bằng ngắn hạn của hai khu vực tiền tệ và sản xuất vật chất. Khi này, cả thị trường hàng hóa và thị trường tiền tệ đều ở trạng thái cân bằng. Trạng thái này được xác định với một cặp giá trị duy nhất của lãi suất và GDP thực tế.

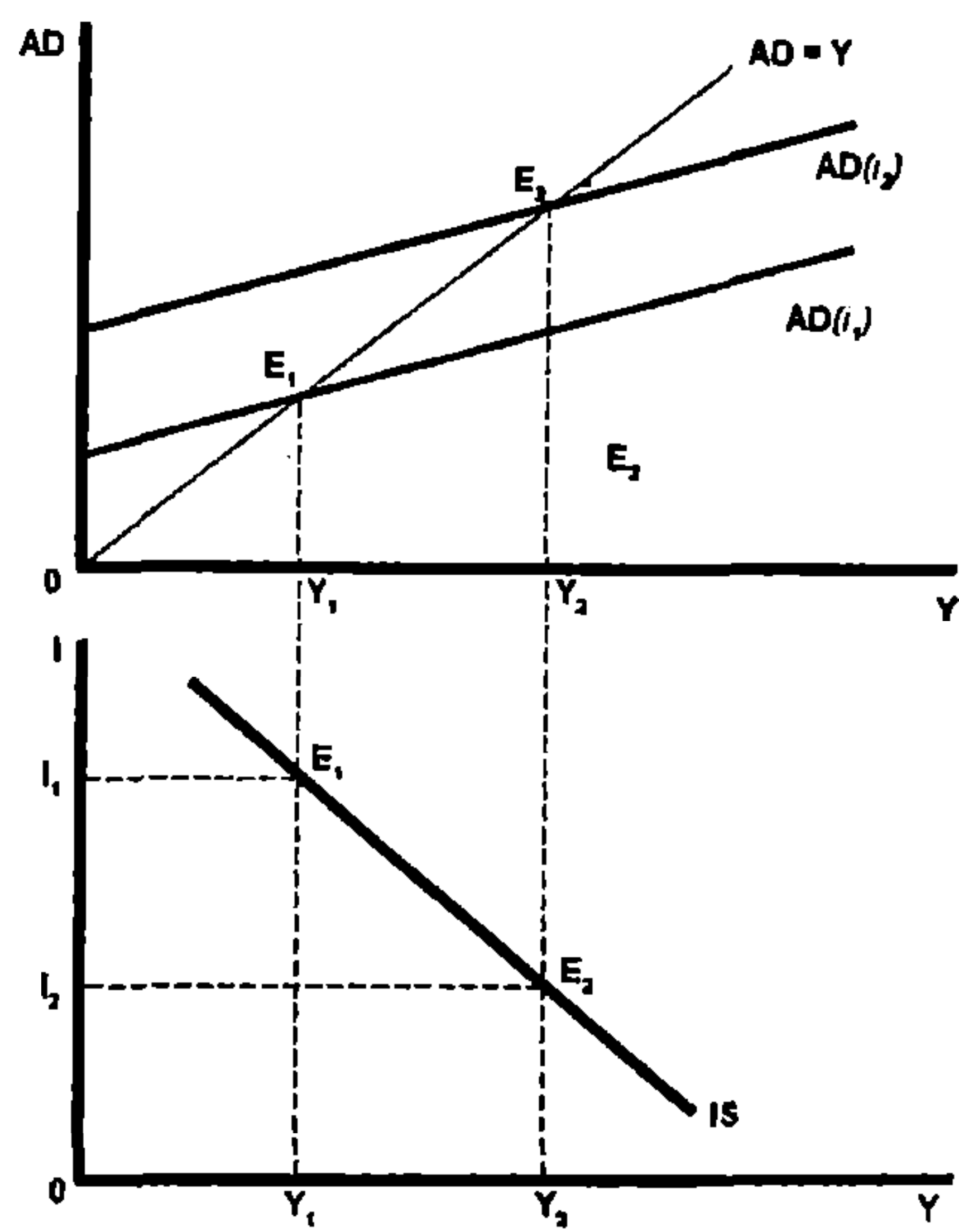
Đường IS

Đường IS được xây dựng dựa trên tập hợp các cặp giá trị duy nhất của lãi suất và thu nhập quốc dân đảm bảo cân bằng trên thị trường hàng hóa. Với mỗi mức lãi suất được xác định, có thể tìm được một điểm cân bằng của thu nhập và sản lượng. Khi lãi suất thay đổi, mức cân bằng của thu nhập cũng thay đổi tương ứng như trong Hình 12.2.

Trong Hình 12.2, trục tung biểu diễn tổng cầu (AD), trục hoành biểu diễn sản lượng và thu nhập (Y). Với mức lãi suất i_1 xác định, bi_1 là hằng số và chúng ta có đường tổng cầu tuyến tính $AD(i_1) = \bar{A} + \bar{c}Y - bi_1$. Điểm cân bằng của thu nhập và sản lượng là E_1 : giao điểm của đường tổng cầu $AD(i_1)$ với đường tổng cầu $AD = Y$.

Tương tự, với lãi suất $i_2 < i_1$, chúng ta có đường tổng cầu $AD(i_2) = \bar{A} + \bar{c}Y - bi_2$ ở trên $AD(i_1)$ và có điểm cân bằng E_2 .

¹⁰Nguyên lý vận hành của mô hình IS - LM được trình bày chi tiết trong *The Economics of Money, Banking, and Financial markets* của Mishkin, [68].



Hình 12.2: Đường IS

Với các cặp duy nhất $(i_1; E_1)$ và $(i_2; E_2)$ trong hệ tọa độ với trục tung và trục hoành lần lượt là lãi suất và thu nhập (sản lượng) chúng ta có đồ thị biểu diễn đường IS (Investment and Saving Equilibrium).

Hình 12.2 cho thấy đường IS có độ dốc xuống dưới. Khi lãi suất tăng lên ($i_1 > i_2$) sản lượng trong nền kinh tế giảm đi ($Y_1 < Y_2$). Cũng có thể xác định đường IS qua hệ phương trình:

$$Y = AD$$

(12.1)

$$Y = \bar{A} + \bar{c}Y - bi$$

(12.2)

$$Y(1 - \bar{c}) = \bar{A} - bi$$

(12.3)

$$Y = \frac{1}{1 - \bar{c}}(\bar{A} - bi)$$

(12.4)

$$Y = \alpha_G(\bar{A} - bi)$$

(12.5)

Do $0 \leq \bar{c} \leq 1$ nên α_G là số dương và hệ số của i trong hàm Y sẽ mang dấu âm. Điều này nghĩa là đường IS dốc xuống dưới. Đường IS

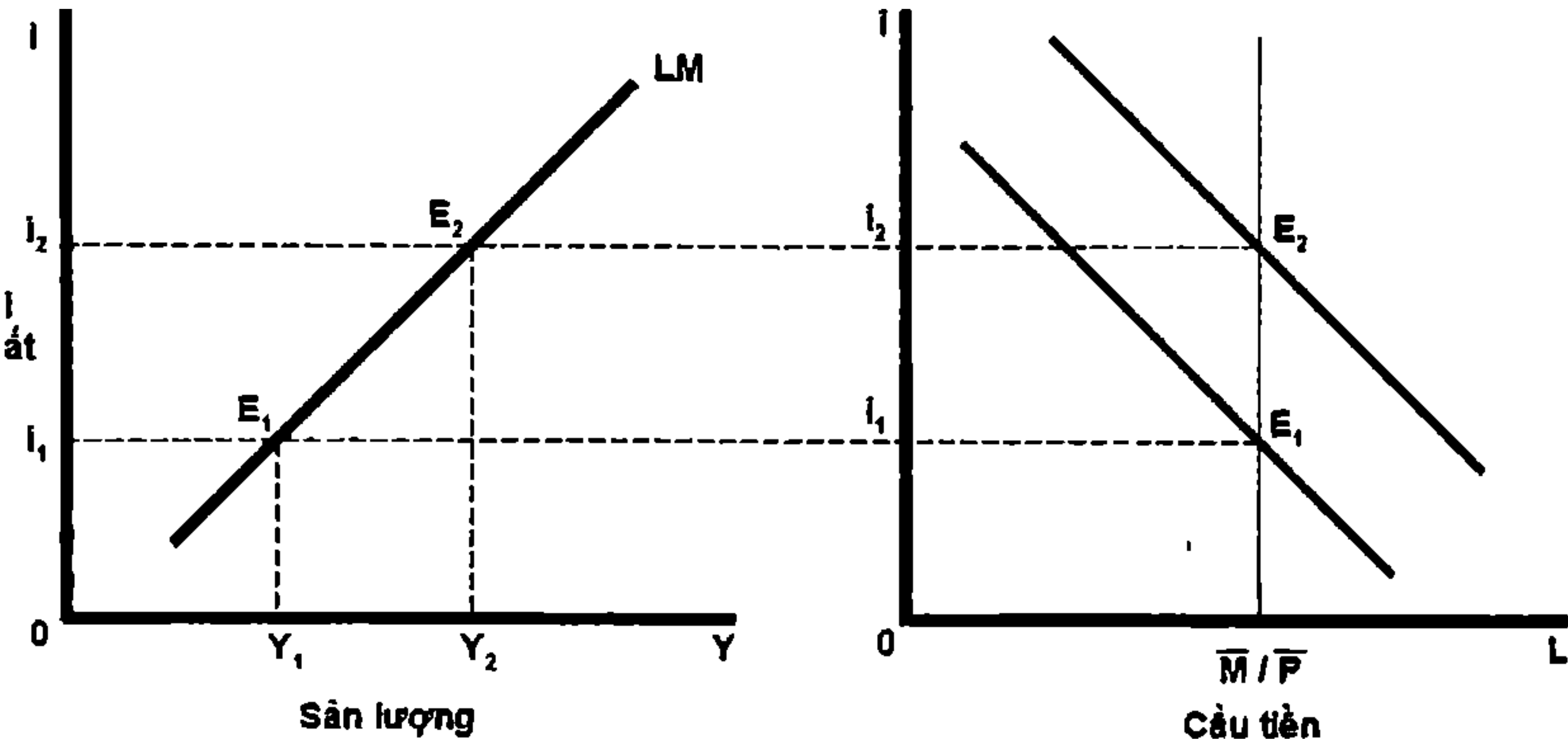
sẽ dịch chuyển khi các tiêu dùng tự định $\bar{A}$, bao gồm cả các khoản chi tiêu tự định của chính phủ và đầu tư tự định trong nền kinh tế, thay đổi.

Chúng ta tiếp tục xây dựng nửa còn lại của mô hình, đường LM.

Đường LM

Đường LM được xây dựng dựa trên tập hợp các cặp giá trị duy nhất của lãi suất và thu nhập quốc dân đảm bảo cân bằng trên thị trường tiền tệ. Hình 12.3 trình bày các điểm kết hợp của lãi suất và mức thu nhập sao cho cầu tiền thực tế đúng bằng lượng cung hàng hóa.

Giả sử tại mức sản lượng Y_1 chúng ta có hàm cầu tiền L_1 tương ứng. Điểm cân bằng trên thị trường tiền tệ là E_1 , giao điểm của cầu tiền L_1 và cung tiền thực tế (không đổi) $\bar{M}/\bar{P}$. Mức lãi suất tương ứng là i_1 . Nếu sản lượng tăng từ Y_1 lên Y_2 , đường cầu tiền sẽ dịch chuyển lên trên tới L_2 . Điểm cân bằng mới trên thị trường tiền tệ là E_2 với mức lãi suất $i_2 > i_1$. Tập hợp các cặp duy nhất (i_1, Y_1) và (i_2, Y_2) cho chúng ta đường LM (Liquidity preference and Money supply equilibrium).



Hình 12.3: Đường LM

Đường LM có độ dốc đi lên. Khi lãi suất tăng lên sản lượng của nền

kinh tế tăng lên. Cũng có thể xác định đường LM qua hệ phương trình:

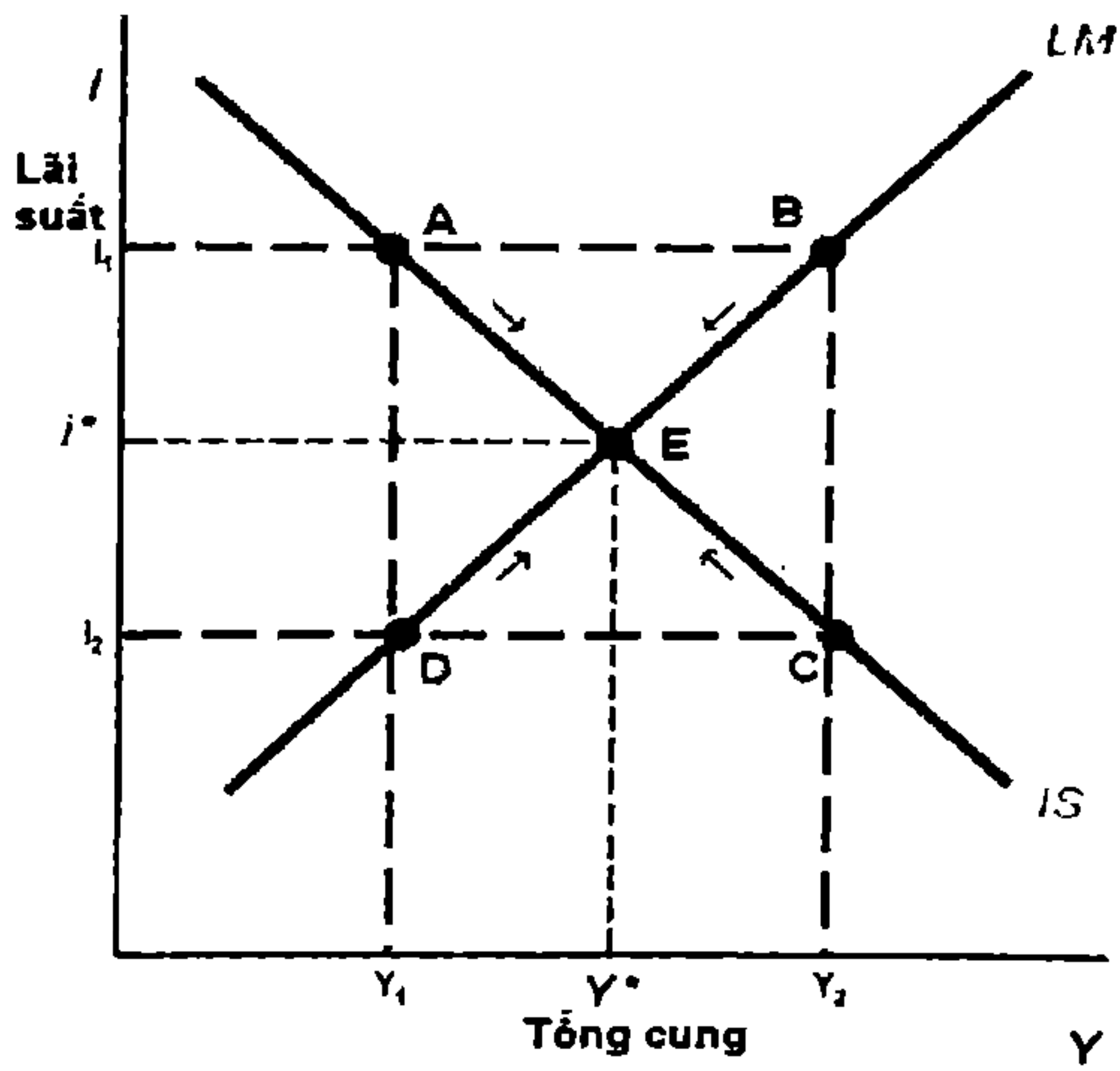
$$\frac{\bar{M}}{\bar{P}} = kY - hi \tag{12.6}$$

$$i = \frac{1}{h} \left(kY - \frac{\bar{M}}{\bar{P}} \right) \tag{12.7}$$

$$i = -\frac{1}{h} \frac{\bar{M}}{\bar{P}} + \frac{1}{h} kY \tag{12.8}$$

Do $\frac{1}{h}k > 0$ nên hàm $i(Y)$ trong phương trình 12.6 đồng biến. Đường LM có độ dốc đi lên.

Khi trình bày hai đường IS và LM trong cùng một hệ trục tọa độ, chúng ta có hình biểu diễn của mô hình IS - LM như trong Hình 12.4.



Hình 12.4: Mô hình IS - LM

Chức năng quan trọng của FED: Xây dựng mô hình IS - LM cho nền kinh tế Hoa Kỳ

Năm 2003 FED có khoảng 1.000 nhân viên nghiên cứu, phân công thực hiện các công việc liên quan tới kinh tế lượng. Trong số này, 200 người nhận nhiệm vụ thường xuyên cung cấp các kết quả nghiên cứu

cho Hội đồng Thống đốc. 500 người làm việc tại Ngân hàng Dự trữ New York, cơ quan quan trọng bậc nhất của FED. Số còn lại được phân tán trong 11 ngân hàng dự trữ khu vực. Điều này gây ngạc nhiên bởi hóa ra, trọng tâm công việc của FED không phải là giám sát hay kiểm tra vận hành, tuân thủ pháp luật của các ngân hàng, tổ chức tín dụng mà là *nguyên cứu kinh tế Hoa Kỳ và thế giới*. Nếu có gọi FED là một trung tâm nghiên cứu khổng lồ thì cũng không sai. Có những câu hỏi cần đặt ra “các kinh tế gia này làm gì ở FED? và vì sao lại cần một lực lượng đông đảo tới vậy?”.

Mishkin cho chúng ta câu trả lời. Nhiệm vụ quan trọng nhất của các nhà kinh tế của FED là tập hợp và xử lý số liệu từ các cơ quan chính phủ và tổ chức, cá nhân trong nền kinh tế để cung cấp cho các nhà hoạch định chính sách xu hướng vận động kinh tế và các tác động chính sách tiền tệ có thể tạo ra. Nhóm nghiên cứu tại Hội đồng Thống đốc thường xuyên xử lý mô hình kinh tế lượng khổng lồ, với các phương trình được ước lượng bằng thủ tục thống kê, để dự báo các biến số kinh tế vĩ mô, đưa ra các kịch bản kinh tế trong tương lai. Tóm lại, hàng nghìn chuyên gia kinh tế và thống kê toán học trong hệ thống FED làm nhiều công việc khác nhau chỉ để hướng tới cùng một kết quả: xây dựng mô hình IS - LM miêu tả gần đúng nhất nền kinh tế Hoa Kỳ. Đây chính là phần quan trọng cung cấp các ý kiến tư vấn chính sách và đánh giá tác động, phản ứng của thị trường với các quyết sách kinh tế vĩ mô của Hoa Kỳ tới Hội đồng Thống đốc, Bộ Tài chính và Tổng thống Hoa Kỳ.

Nghiên cứu viên tại các ngân hàng địa phương có nhiệm vụ thu thập, theo sát sự vận động kinh tế và hoạt động tín dụng tại địa phương. Dữ liệu được tập hợp từ các nguồn thứ cấp, xử lý tại chỗ và chuyển về “trung ương” làm đầu vào cho các hệ phương trình tổng quát.

Các hoạt động tín dụng quốc tế cũng ngày càng có ảnh hưởng lớn hơn tới thị trường tiền tệ và tín dụng nội địa của Hoa Kỳ. Đội ngũ nghiên cứu, đặc biệt là tại Ngân hàng Dự trữ New York - đại diện của FED trong các giao dịch quốc tế, nhận trách nhiệm theo dõi và cung cấp hiểu biết về mức độ phát triển của thị trường tiền tệ quốc tế. Nghiệp vụ thị trường mở cũng được nhóm nghiên cứu ở New York hỗ trợ với các thông số dự báo về tăng trưởng dự trữ cũng như tổng cầu tiền.

Nguồn lực nghiên cứu của FED cũng dành cho các vấn đề kinh tế căn

bản như hiệu ứng của chính sách tiền tệ tới sản lượng và lạm phát, phát triển trên thị trường lao động, thương mại quốc tế, các thị trường vốn quốc tế, thị trường tài chính, ngân hàng và các tổ chức tín dụng... Kết quả nghiên cứu của FED được công bố rộng rãi trên các tạp chí khoa học và các ấn phẩm của FED.

Miêu tả của Mishkin cho thấy rất rõ ràng rằng, nhiệm vụ chính của FED là nghiên cứu. Và trọng tâm của nghiên cứu là quan hệ và hiệu ứng của chính sách tiền tệ tới sự vận hành của nền kinh tế, biểu hiện qua tăng trưởng và lạm phát. Đó chính là những vấn đề được giải thích nhờ mô hình IS - LM. Rốt cuộc 1.000 nhà kinh tế cũng chỉ để làm duy nhất việc xây dựng và hoàn thiện sao cho mô hình này sát thực nhất với nền kinh tế.

Gợi mở chính sách

Mô hình IS - LM giúp kiến giải rành mạch hiệu ứng và tác động qua lại của nhiều chính sách vĩ mô điều khiển nền kinh tế. Trong mô hình IS - LM, giao điểm E xác định mức tổng sản lượng và lãi suất mà tại đó, thị trường hàng hóa (IS) và thị trường trường tiền tệ (LM) đồng thời cùng đạt trạng thái cân bằng. Bất kỳ điểm nào trên Hình 12.4 không thỏa mãn một trong các điều kiện cân bằng này, các lực lượng thị trường sẽ tự động điều chỉnh và đưa nền kinh tế hội tụ về điểm E .

Giả sử trạng thái của nền kinh tế đang ở điểm A, duy nhất nằm trên trên đường IS. Điểm A chỉ thỏa mãn điều kiện cân bằng trên thị trường hàng hóa. Tổng cầu của nền kinh tế bằng tổng mức sản lượng tạo ra. Cầu tiền thực tế, bằng tổng lượng tiền cần thiết để mua hết hàng hóa và dịch vụ được tạo ra, bằng Y_1 . Trên đường LM, tại lãi suất i_1 (lớn hơn lãi suất cân bằng i^*) mức tổng cung Y_2 tương đương với cung tiền thực tế. Do lãi suất cao hơn mức cân bằng, và cầu tiền (Y_1) nhỏ hơn cung tiền thực tế (Y_2) sẽ xuất hiện xu hướng điều chỉnh giảm lãi suất. Người tiêu dùng có nhiều tiền hơn mức họ muốn nắm giữ, và tìm cách giải quyết bằng việc đi mua trái phiếu. Mức giá trái phiếu cao lên sẽ làm lãi suất giảm đi. Lúc này, cả đầu tư và xuất khẩu ròng sẽ đều tăng lên và làm tổng cầu tăng lên. Nền kinh tế sẽ di chuyển dọc theo đường IS về phía E . Quá trình này chỉ kết thúc khi lãi suất giảm xuống bằng i^* và tổng sản lượng bằng Y^* . Nói cách khác, nền kinh tế trở lại trạng thái cân bằng E .

Xét một trạng thái khác của nền kinh tế, xuất phát từ điểm D nằm duy nhất trên đường LM. Thị trường tiền tệ cân bằng, cung tiền thực tế bằng cầu tiền thực tế, tương đương với mức tổng cung Y_1 . Trên đường IS, tại mức lãi suất i_2 xác định được mức tổng cung mà xã hội mong muốn, tức là tổng cầu thực tế Y_2 . Do Y_2 lớn hơn Y_1 nên xã hội cần nhiều hàng hóa hơn. Tổng cầu có xu hướng điều chỉnh giảm. Lãi suất i_2 thấp hơn mức lãi suất cân bằng i^* được tăng dần lên tới điểm cân bằng E . Kết quả là đầu tư giảm và tổng cầu giảm dần về mức sản lượng cân bằng Y^* .

Mô hình IS - LM với giao điểm E biểu diễn trạng thái đồng thời cân bằng cả hai thị trường hàng hóa và tiền tệ còn mang lại một gợi ý chính sách quan trọng: nền kinh tế chỉ có một điểm cân bằng hợp lý duy nhất và rất nhiều điểm bất cân bằng. Điều này có nghĩa là, để đảm bảo nguồn lực của xã hội luôn được phân bổ và sử dụng hợp lý, chính phủ phải làm việc không ngừng. Các chính sách của chính phủ phù hợp với cơ chế tự điều chỉnh của thị trường đẩy nhanh quá trình tiến tới trạng thái cân bằng tổng quát của hệ thống kinh tế. Ở chiều ngược lại, các động thái của chính phủ cản trở quá trình tự dịch chuyển về điểm cân bằng sẽ kéo dài thời kỳ mất cân đối và bất ổn kinh tế.

Với cơ chế vận hành hướng tới trạng thái cân bằng qua mô hình IS - LM, chính phủ điều tiết vận hành của nền kinh tế qua công cụ cực kỳ hữu dụng: lãi suất. Ngoài ra, mô hình này cũng cung cấp khả năng dự báo các tình huống diễn biến kinh tế sau mỗi điều chỉnh chính sách tiền tệ (thay đổi cung tiền) và chính sách tài khóa (thay đổi chi tiêu chính phủ).

Ở mỗi tình huống cụ thể, IS - LM còn giúp trả lời các câu hỏi quan trọng trong lựa chọn công cụ điều hành kinh tế vĩ mô: “Chính sách nào, tiền tệ hay tài khóa, là hiệu quả hơn trong kiểm soát mức tổng sản lượng? Điều chỉnh chính sách tài khóa bằng công cụ chi tiêu chính phủ hay thông qua thuế? Van tín dụng được đóng lại hay mở ra với tăng và giảm cung tiền hay các biện pháp điều chỉnh lãi suất?” Câu trả lời nằm ở quy tắc xác định tác động làm dịch chuyển đường IS và LM trình bày trong Bảng 12.3.

Điều chỉnh chính sách tài khóa

Trong trường hợp này, giả sử chính phủ, chứ không phải ngân hàng

Bảng 12.3: Tác động của các nhân tố làm dịch chuyển đường IS và LM

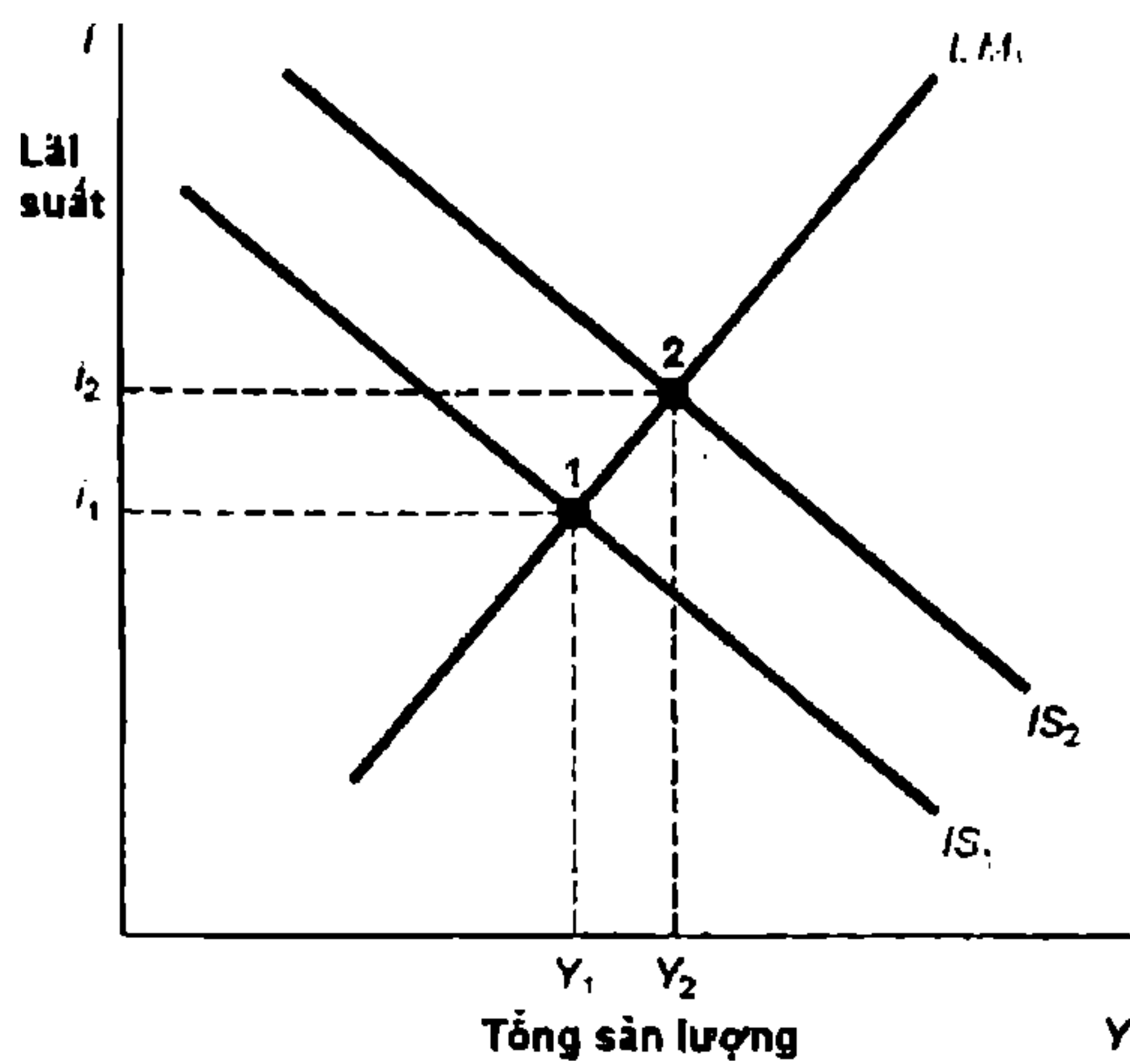
Nhân tố	Thay đổi	Tác động	Lý do
Tiêu dùng C	$\uparrow$	$Y \uparrow, i \uparrow$	$C \uparrow \Rightarrow Y^{ad} \uparrow \Rightarrow$ IS dịch phải
Đầu tư I	$\uparrow$	$Y \uparrow, i \uparrow$	$I \uparrow \Rightarrow Y^{ad} \uparrow \Rightarrow$ IS dịch phải
Chi tiêu chính phủ G	$\uparrow$	$Y \uparrow, i \uparrow$	$G \uparrow \Rightarrow Y^{ad} \uparrow \Rightarrow$ IS dịch phải
Thuế T	$\uparrow$	$Y \downarrow, i \downarrow$	$T \uparrow \Rightarrow C \downarrow \Rightarrow Y^{ad} \downarrow \Rightarrow$ IS dịch trái
Xuất nhập khẩu ròng NX	$\uparrow$	$Y \uparrow, i \uparrow$	$NX \uparrow \Rightarrow Y^{ad} \uparrow \Rightarrow$ IS dịch phải
Cung tiền M^s	$\uparrow$	$Y \uparrow, i \downarrow$	$M^s \uparrow \Rightarrow i \downarrow \Rightarrow$ LM dịch phải
Cầu tiền M^d	$\uparrow$	$Y \downarrow, i \uparrow$	$M^d \uparrow \Rightarrow i \uparrow \Rightarrow$ LM dịch trái

trung ương, đặt ra mục tiêu thúc đẩy tăng trưởng và giảm thất nghiệp với các nỗ lực điều chỉnh chi tiêu chính phủ và chính sách thuế. Mô hình IS - LM trong Hình 12.5 trình bày phản ứng của sản lượng và lãi suất với các thay đổi chính sách tài khóa: tăng chi tiêu chính phủ hoặc giảm thuế.

Chính sách tài khóa nới lỏng của chính phủ đẩy đường IS dịch chuyển tới IS_2 và cân bằng trên thị trường hàng hóa và tiền tệ dịch chuyển tới điểm 2, giao điểm của IS_2 và LM_1 . Kết quả của thay đổi chính sách tài khóa là tổng sản lượng tăng lên Y_2 và lãi suất tăng tới i_2 .

Ở đây, có sự khác biệt trong phản ứng của lãi suất giữa chính sách tiền tệ mở rộng và chính sách tài khóa nới lỏng. Trong trường hợp đầu, lãi suất giảm xuống. Trong tình huống sau, lãi suất tăng lên.

Tăng chi tiêu chính phủ trực tiếp làm tăng tổng cầu trong nền kinh tế. Cắt giảm thuế cũng có cùng hiệu ứng nhưng gián tiếp thông qua tăng tiêu dùng. Tổng cầu tăng lên làm tổng sản lượng tăng theo. Mức sản lượng lớn hơn đòi hỏi cầu tiền cao hơn. Lượng thặng dư cầu tiền được giải quyết với mức lãi suất cao hơn. Tại điểm 2, dư cầu tiền tạo ra bởi sản lượng tăng lên được xóa bỏ nhờ mức lãi suất cao hơn (có tác dụng làm giảm cầu tiền).



Hình 12.5: Phản ứng của sản lượng và lãi suất với chính sách tài khóa

Chính sách tài khóa chặt chẽ (giảm chi tiêu chính phủ và tăng thuế) vận hành theo cùng cơ chế này và các phản ứng ngược chiều, sản lượng giảm và lãi suất giảm. Kết luận quan trọng ở đây là, **tổng sản lượng và lãi suất tương quan dương với chi tiêu chính phủ và tương quan âm với thuế.**

12.6 Đảm bảo an ninh tài chính quốc gia

Nếu nền kinh tế quốc gia là một cơ thể sống, thì hệ thống tài chính là một cơ chế để tạo, cung cấp và lưu thông máu tới từng tế bào, bộ phận. Với quá trình chuyển đổi cơ chế quản lý kinh tế và hội nhập quốc tế mạnh mẽ, việc liên tục giám sát, kịp thời dự đoán sát thực các dấu hiệu và biến động của thị trường để từ đó xây dựng chính sách điều tiết thị trường tài chính và toàn bộ nền kinh tế một cách hợp lý là việc làm cần thiết bảo đảm tăng trưởng kinh tế bền vững, đúng định hướng. Nền tài chính của Việt Nam tồn tại bảy dấu hiệu cảnh báo cần được các nhà nghiên cứu và hoạch định chính sách quan tâm ([83, Chính và Hoàng,

2008])).

Giảm dần tỷ lệ sở hữu nhà nước trong hệ thống tài chính

Quyền kiểm soát của Nhà nước đối với các hoạt động kinh tế vốn được xem như yếu tố có tính nhạy cảm. Nhưng những biến đổi của nền kinh tế trong xu thế hội nhập ngày càng sâu sắc và áp lực cạnh tranh ngày càng lớn đang tạo ra một sắc thái mới, đó chính là tỷ lệ giảm dần của sở hữu nhà nước trong các tổ chức kinh tế. Không chỉ cổ phần hóa các doanh nghiệp sản xuất, thương mại nhà nước, trong lĩnh vực rất trọng yếu là tín dụng - ngân hàng cũng diễn ra xu thế này.

Trước năm 1986, Việt Nam thực hành mô hình kinh tế kế hoạch hóa tập trung, mọi giao dịch tài chính (chính thức) đều do Nhà nước thực hiện thông qua Ngân hàng Nhà nước - vận hành theo hệ thống một cấp (ngân hàng trung ương đảm nhiệm luôn chức năng của ngân hàng thương mại), thuộc sở hữu nhà nước 100% và do Nhà nước trực tiếp quản lý, kiểm soát.

Đến năm 1988, chức năng kinh doanh được tách khỏi Ngân hàng Nhà nước để giao cho các ngân hàng chuyên doanh. Hệ thống ngân hàng hai cấp được hình thành, tạo nên các chuyển biến về tự do tài chính, là điều kiện cho các hình thức sở hữu khác trong hệ thống tài chính phát triển. Cũng trong năm 1988, Nhà nước ban hành tạm thời các thể lệ tín dụng, cho phép tất cả các tổ chức kinh tế được vay tiền và huy động vốn từ công chúng.¹¹ Thị trường tài chính trong nước được gần như tự do hóa hoàn toàn.

Sau đó, số tổ chức tín dụng tăng rất nhanh. Năm 1989, cả nước có 7.180 quỹ và hợp tác xã tín dụng. Tuy nhiên, cuối năm 1989, hàng loạt các tổ chức tín dụng đổ bể và gây ra khủng hoảng tài chính. Sau sự kiện nhiều dư chấn này, năm 1990, hai pháp lệnh về ngân hàng được ban hành, nhằm củng cố hệ thống ngân hàng hai cấp, bắt đầu hình thành các công cụ quản lý và điều hành tiền tệ. Kể từ đây, tỷ trọng tài sản tại các ngân hàng thương mại nhà nước trong tổng tài sản của hệ thống ngân hàng thương mại cũng giảm dần. Năm 1994, tỷ lệ này là 89%; năm 1998 giảm xuống còn 82%; năm 2003 còn 74,6%; năm 2005 và năm 2006 lần

¹¹ Quyết định số 18/NH-QĐ và 19/NH-QĐ ngày 27/4/1988 của Tổng Giám đốc Ngân hàng Nhà nước Việt Nam về ban hành tạm thời thể lệ tín dụng ngắn hạn với tư nhân, cá thể và kinh tế gia đình

lượt là 71,5% và 62,5%.

Từ năm 2007, hệ thống tài chính cũng được mở cửa theo thỏa thuận gia nhập WTO. Từ ngày 1/4/2007, các nhà đầu tư nước ngoài được phép mở ngân hàng nước ngoài tại Việt Nam. Các ngân hàng và tổ chức đầu tư nước ngoài đang tiến hành quá trình “thâu tóm cổ phần” các ngân hàng thương mại cổ phần Việt Nam. Giai đoạn 2007-2008, hoạt động thâu tóm và sáp nhập (M&A) của các đối tác nước ngoài với tổ chức tài chính Việt Nam tiếp tục phát triển sang khu vực tài chính - chứng khoán.

Morgan Stanley nắm 10% cổ phần Công ty Tài chính Cổ phần Dầu khí Việt Nam (PVFC) và 48,33% Công ty chứng khoán Hướng Việt. Franklin Templeton Investment mua 49% Công ty cổ phần Quản lý quỹ Đầu tư Vietcombank. Công ty cổ phần Chứng khoán Sài Gòn (SSI), công ty chứng khoán lớn nhất Việt Nam, có tỷ lệ sở hữu thuộc cổ đông nước ngoài là 21,78% (tính đến ngày 24/7/2007), trong đó cổ đông tổ chức chiếm 20,93% với các tên tuổi như: Japan Asia Investment Co. Ltd. và Ngân hàng ANZ.

Gian lận tài chính quy mô lớn và sử dụng công nghệ cao

Vỡ nợ tín dụng giai đoạn 1989-1990 đã cảnh tỉnh xã hội với rủi ro tài chính lần đầu tiên. Tuy vậy, tâm lý kỳ vọng thu lợi nhanh chóng từ các khoản cho vay có lãi suất cao dựa trên quan hệ cá nhân vẫn còn phổ biến. Lòng tin bị lạm dụng và trở thành công cụ lừa gạt tín dụng. Thử đoán thường thấy là người ta cố tạo vẻ bề ngoài giàu có, kinh doanh phát đạt, có nhu cầu huy động vốn để đầu tư mở rộng và sẵn sàng trả lãi suất cao. Các khoản vay đầu tiên luôn được đảm bảo hoàn trả đầy đủ và đúng hạn cả gốc và lãi để tạo dựng uy tín. Bằng phương thức vay của người sau để trả cho người trước, mạng lưới sẽ được mở rộng nhanh chóng.

Cuối cùng, với lượng lớn số tiền đã thu được, đối tượng tội phạm bỏ trốn để lại hàng trăm nạn nhân hoặc hơn thế, trong trường hợp nghiêm trọng. Bên cạnh thiệt hại kinh tế, sự bất ổn xã hội do loại tội phạm này gây ra đã tăng lên rất đáng kể. Nạn nhân thường không có đầy đủ hiểu biết về kinh tế, pháp luật, số tiền cho vay hay góp vốn ngoài phần tiết kiệm tự có là đi huy động từ người thân, bạn bè. Cũng không thể bỏ qua hiệu ứng lâu dài là hệ quả tâm lý dây chuyền. Các trò chơi tín dụng kiểu

này ở Việt Nam hình thành khá tự phát. Còn trong lý thuyết tài chính, đây chính là hiện tượng “Ponzi” - vốn đã xuất hiện từ đầu thế kỷ XX và càng trở nên nổi tiếng khi cái tên Benard Madoff được cả giới tài chính biết tới với vụ lừa đảo thế kỷ trị giá trên 50 tỷ USD vào những ngày cuối năm 2008.

Các hình thức lừa đảo tín dụng khai thác hiệu suất và năng lực lan tỏa của công nghệ thông tin, đặc biệt qua mạng Internet, cũng ngày càng phát triển. Vụ mạng “kinh doanh tiền tệ” Colony Invest vỡ lở tại nhiều địa phương vào cuối năm 2007 là một điển hình.

Theo quy định của đường dây này, nhà đầu tư trực tiếp đưa tiền cho người môi giới và được cấp một tài khoản, mật khẩu trên mạng. Cứ 1 USD tham gia hệ thống của nhà đầu tư, người môi giới được hưởng hoa hồng 0,02 USD. Quy tắc là càng lôi kéo nhiều người tham gia, mức hoa hồng càng cao. Số tiền đầu tư được hoán đổi thành điểm ảo. Người tham gia đầu tư, khi nộp tiền cho đại lý, không nhận được bất cứ giấy tờ nào, ngoài một tài khoản với những “điểm ảo” trên mạng, không được rút vốn gốc, chỉ được rút lãi. Những người tham gia đường dây mua bán “điểm ảo” với nhau. Con số nạn nhân ban đầu được ước tính chừng 5.000, nhưng ngay sau đó đã phát hiện phạm vi hoạt động hầu như toàn quốc của mạng lưới này và con số thực tế ước tính lên tới cả chục nghìn người.

Các hộp thư điện tử (e-mail) cũng xuất hiện nhiều bức thư đề nghị hợp tác hay trợ giúp thủ tục hưởng thừa kế, thông báo trúng giải thưởng có giá trị tới hàng triệu USD. Với đề nghị “hợp tác” nhận khoản tiền hấp dẫn, người nhận thư (con mồi của đối tượng) cần thu xếp trước một khoản kinh phí tỷ lệ nhỏ với số tiền *sẽ nhận được* và chuyển tới vị đại diện pháp lý nào đó để lo các thủ tục cần thiết. Đôi khi, thủ phạm không đòi hỏi kinh phí ngay từ ban đầu để lấy lòng tin. Không lâu sau khi nạn nhân chuyển số tiền theo yêu cầu tới địa chỉ được chỉ dẫn, họ sẽ phát hiện ra là bị lừa bởi tiền đã chuyển đi nhưng không còn thấy liên lạc hồi âm nào. Interpol đã đưa hình thức lừa gạt này vào danh mục tội phạm tài chính quốc tế bởi mức độ phổ biến và tính chất xuyên quốc gia của hoạt động phạm tội với tên gọi “thư Nigeria”.¹²

Gần tương tự với hình thức này là đôla đen. Đối tượng giả vờ có một

¹²Do xuất xứ các e-mail này thường từ Nigeria.

số lượng lớn USD đã được nhuộm đen để dễ dàng vận chuyển quốc tế, sau đó, mượn tiền của nạn nhân để mua hóa chất tẩy rửa với lời hứa sẽ chia một phần đáng kể trong tổng số tiền thu được. Dù đã rất quen thuộc với thế giới, tháng 3/2008, báo chí Việt Nam đưa tin vẫn có người Việt Nam trở thành nạn nhân của loại tội phạm này.

Các vụ lừa đảo tận dụng công nghệ cao thường phức tạp, tinh vi, khó phát hiện cũng như khó truy bắt. Trong quá trình hội nhập kinh tế toàn cầu và tự do hóa hoạt động của thị trường vốn, đây là vấn đề cần được đặc biệt quan tâm.

Việc thực hiện các giao dịch tài chính được tự động hóa ở mức độ ngày càng cao. Tận dụng khả năng công nghệ để thâm nhập vào các hệ thống quản trị tài chính, đánh cắp thông tin và tạo ra các giao dịch gian lận sẽ là nguy cơ cần sớm được ngăn chặn.

Theo cảnh báo năm 2007 của Trung tâm An ninh mạng (BKIS), 40% trong tổng số 60 website của các công ty chứng khoán có lỗi về bảo mật, 140 website của các cơ quan, doanh nghiệp quan trọng tại Việt Nam tồn tại những lỗ hổng nguy hiểm có thể tạo điều kiện truy cập trái phép. Tuy nhiên, vấn đề này vẫn chưa nhận được sự quan tâm đúng mức.

Biến động nhanh và khó kiểm soát của thị trường tài chính

Sau hơn 8 năm vận hành, thị trường chứng khoán Việt Nam thực sự trở thành kênh huy động vốn gián tiếp quan trọng và hiệu quả, gia tăng đáng kể tính thanh khoản tài sản tài chính của doanh nghiệp và Chính phủ. Nhưng quá trình phát triển nhanh chóng cả về thành phần và số lượng đối tượng tham gia, mức độ đa dạng các sản phẩm, lẫn tính phức tạp tăng lên trong cơ chế giao dịch, vận hành, và kiểm soát thị trường... cũng phát sinh những vấn đề cần lưu ý, vì gây ra rủi ro tiềm tàng ở quy mô rất lớn, có thể là toàn xã hội.

Sau hai năm đầu tăng trưởng khó khăn, thị trường chứng khoán Việt Nam rơi vào một thời kỳ trầm lắng kéo dài (2002-2005) với quan tâm của xã hội dành cho thị trường chứng khoán hầu như không đáng kể. Mãi đến nửa cuối năm 2006, sự sôi động mới thực sự xuất hiện, thể hiện qua các thống kê thị trường.

Nếu như giai đoạn 2002-2004, thị trường chứng khoán chỉ xuất hiện thêm một số lượng khiêm tốn là 6 mã cổ phiếu, thì năm 2005, số cổ phiếu niêm yết tăng lên 41 mã. Và con số này chưa bằng $\frac{1}{2}$ số lẻ của tổng

số cổ phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán năm 2006 là 187 mã. Riêng năm 2006, đã có 146 mã cổ phiếu niêm yết mới, gấp hơn ba lần số tích lũy trong suốt thời kỳ 2000-2005. Đến cuối năm 2008, thị trường chứng khoán Việt Nam có 341 công ty niêm yết, tăng 36% so với năm 2007. Hoạt động thị trường cũng sôi động với sự góp mặt của cả trăm công ty chứng khoán và gần nửa triệu tài khoản giao dịch chứng khoán.

Sự hưng phấn của thị trường chứng khoán được thể hiện qua xu thế tăng mạnh của VN-Index từ cuối năm 2006 và kéo dài tới hết nửa đầu năm 2007. Khi chỉ số thị trường đều đặn cộng thêm 5% vào sau mỗi phiên giao dịch, niềm tin về sự tồn tại một “cỗ máy tạo tiền” hình thành và hối thúc người người, nhà nhà bỏ vốn vào chứng khoán. Một suy nghĩ rất đơn giản và phổ biến cho rằng: “chơi” chứng khoán là một hình thức tiết kiệm lãi suất cao. Nhưng sự sụt giảm cũng diễn ra rất nhanh chóng. Thị trường chứng khoán Việt Nam suy giảm còn mạnh mẽ hơn lúc tăng trưởng. Nửa cuối năm 2007 cho thấy thị trường chứng khoán Việt Nam phổ biến ở hai trạng thái: đi xuống hoặc hầu như không tăng. Kể từ đầu năm 2008, thị trường thực sự bước vào giai đoạn sụt giảm mạnh, liên tục. VN-Index xuống dưới 400 điểm vào ngày 4/6/2008 (Bảng 12.4), và dưới 300 điểm vào ngày 10/12/2008.

Bảng 12.4: Xác lập mức “đáy” của Vn-Index

Ngày	Mức “đáy”	Vn-Index
7/1/2008	900	887
23/1/2008	800	776
26/2/2008	700	692
5/3/2008	600	583
25/3/2008	500	497
4/6/2008	400	395
10/12/2008	300	286

Nguồn: www.empirics.net

Biến động của thị trường chứng khoán gây tác động tâm lý tiêu cực cho đại đa số người tham gia thị trường, đặc biệt với các nhà đầu tư cá nhân. Khi thị trường ở vào đỉnh cao, số tiền tích lũy của một người trở nên không đủ lớn để tìm kiếm mức lợi nhuận đáng kể từ kinh doanh chứng khoán thì xuất hiện từng nhóm cá nhân cùng nhau góp vốn, huy

động cá nhân, vay ngân hàng để có số vốn đáng kể tham gia thị trường. Bởi vậy, khi giá cổ phiếu đồng loạt đi xuống, áp lực thu hồi vốn, thanh toán nghĩa vụ tín dụng đè nặng lên đám đông với quy mô lớn hơn nhiều lần số tài khoản giao dịch chứng khoán thống kê được.

Suy giảm trong năm 2008 đưa thị trường chứng khoán Việt Nam về vạch xuất phát của năm 2005.¹³ Các phản ứng tiêu cực và thái quá của số đông công chúng đầu tư hoàn toàn có thể hiểu được, nhưng đó cũng chính là những dấu hiệu bất ổn cần đặc biệt lưu tâm, kèm theo các xung đột và tranh chấp lợi ích tài chính tiềm tàng, gay gắt và ở quy mô rộng lớn hơn trong tương lai.

Ngày 5/3/2008, một nhóm các nhà đầu tư đã có mặt tại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội để nghị đóng cửa thị trường, ngừng giao dịch. Tiếp sau đó, khi biết lãnh đạo Ủy ban Chứng khoán Nhà nước đang có buổi họp báo cùng các cơ quan truyền thông, nhà đầu tư đã đến và yêu cầu giải thích lý do giá chứng khoán sụt giảm.

Tham gia giao dịch chứng khoán với hành trang kiến thức còn quá ít ỏi chính là căn nguyên của những ngộ nhận về tiềm năng và rủi ro trên thị trường chứng khoán, cũng như những yêu cầu phi thị trường khi đòi hỏi cơ quan nhà nước đứng ra bảo vệ và có các động thái tác động để giá cổ phiếu không giảm, thậm chí còn phải tăng lên.

Xung đột lợi ích trong hoạt động kinh tế - kinh doanh - tài chính

Trong nền kinh tế thị trường, mọi tác nhân đều theo đuổi lợi ích riêng và một “bàn tay vô hình” của thị trường bảo đảm mục tiêu này sẽ được chuyển thành hiệu quả tối ưu và tạo ra của cải với hàng hóa thông thường. Ở mức độ cơ bản nhất, tại doanh nghiệp, xung đột lợi ích phát sinh khi xuất hiện nhà đầu tư bên ngoài muốn tham gia điều khiển theo cách thức khác với những nhà quản lý hiện tại. Sự phân tán trong quyền sở hữu góp phần khuếch đại vấn đề này. Nó làm gia tăng các mâu thuẫn quyền lợi giữa những người cùng chia sẻ lợi ích từ doanh nghiệp và kích thích những hành động vì lợi ích cá nhân của nhà đầu tư. Đây chính là thứ vẫn được gọi bằng cái tên mang nhiều tính học thuật “vấn đề đại diện”.

Với nền kinh tế đang trong giai đoạn chuyển đổi như Việt Nam, mô hình phổ biến là người chủ doanh nghiệp - người sáng lập nắm quyền

¹³Xem vận động của VN-Index trong Hình 10.3

sở hữu hầu như toàn bộ doanh nghiệp, tiếp tục đóng vai đại cổ đông và người điều hành sau quá trình đại chúng hóa doanh nghiệp. Khi doanh nghiệp có người điều hành là cổ đông nắm giữ toàn bộ hoặc có phần sở hữu rất lớn thì vấn đề xung đột lợi ích hiếm khi xảy ra. Đơn giản vì nếu có một quyết định bất lợi cho công ty, người ra quyết định tự gây thiệt hại cho mình. Mọi rắc rối nảy sinh khi cổ đông lớn nắm quyền kiểm soát và/hoặc điều hành doanh nghiệp khi chỉ nắm giữ 51% cổ phần hay thậm chí ít hơn. Nếu cổ đông này đi ngược lại lợi ích của công ty, bản thân họ chỉ phải chịu thiệt hại theo tỷ lệ phần trăm sở hữu. Đặc biệt, trong trường hợp cấu trúc tài chính kiểu kim tự tháp hoặc cổ phiếu có quyền ưu đãi quyết định, khi phần trăm kiểm soát vượt quá tỷ lệ sở hữu thì vấn đề xung đột lợi ích càng dễ trở nên trầm trọng.

Thế giới đã chứng kiến nhiều bài học về xung đột lợi ích. Trong quá trình tư nhân hóa tại Nga, những người điều hành đã bán lại với giá thấp tài sản của doanh nghiệp, gây thất thoát không nhỏ cho Nhà nước. Điều tương tự cũng xảy ra với các Chaebol của Hàn Quốc, khi nhiều vị lãnh đạo cao cấp bán lại các đơn vị thành viên hay cung cấp sản phẩm với nhiều điều kiện ưu đãi cho những người thân cận. Trên thị trường tài chính, gian lận của đội ngũ điều hành Livedoor (Nhật Bản) và Enron (Hoa Kỳ) đã dẫn tới sự thiệt hại nghiêm trọng của các cổ đông và đưa doanh nghiệp tới kết cục tồi tệ nhất: đóng cửa. Ngay tại Việt Nam, không phải thị trường chưa từng có kinh nghiệm với các sự vụ tương tự. Điển hình là các vụ xáo xáo sổ sách và che giấu thua lỗ của Bibica (năm 2003) và Bông Bạch Tuyết (năm 2008). Kết quả là cổ phiếu của Bibica đã sụt giảm 50% trong sáu tháng tiếp theo. Trường hợp Bông Bạch Tuyết còn tồi tệ hơn. Cho đến hết năm 2008, công ty này vẫn chưa thể phá sản do không giải quyết nổi các mâu thuẫn và tranh chấp giữa các cổ đông cũng như giữa cổ đông và đội ngũ điều hành.

Ngoài việc xuất hiện hàng trăm mã cổ phiếu mới, việc phát hành cổ phiếu bổ sung tăng vốn điều lệ, mở rộng quy mô sản xuất, kinh doanh, phát triển dự án mới cũng được thực hiện phổ biến và khẩn trương. Nếu chỉ nhìn riêng vào diễn biến VN-Index năm 2007, có thể thấy ngay rằng, trung bình mỗi đồng cổ phiếu phát hành sẽ thu về lượng thặng dư vốn 5-6 đồng không mấy khó khăn. Và đó là nguồn động lực không nhỏ thúc đẩy quá trình phát hành mới, bổ sung cổ phiếu của doanh nghiệp

cũng như những người điều hành đang nắm giữ một lượng tương đối lớn cổ phiếu của doanh nghiệp.

Làn sóng thành lập công ty bất động sản, công ty chứng khoán, ngân hàng, công ty tài chính - đầu tư cũng xuất hiện cùng các hoạt động kêu gọi vốn góp và giao dịch cổ phần từ trước khi những định chế này chính thức được phép thành lập và hoạt động. Đây đều là các lĩnh vực kinh doanh rất hấp dẫn, hứa hẹn lợi nhuận tốt và chia sẻ các đặc điểm: quy mô vốn lớn (từ vài chục tới vài trăm hay vài nghìn tỷ đồng), thời gian để các tiềm năng chuyển thành giá trị thật từ 3-5 năm, ngành mới - các đơn vị sáng lập không có nhiều kinh nghiệm hoạt động. Nói cách khác, tính khả thi và hiệu quả của các dự án mới dừng lại ở các cơ hội trong tương lai và chưa được kiểm chứng.

Khi các doanh nghiệp niềm yết tận dụng sức hấp dẫn của thị trường chứng khoán để thu hút nguồn lực xã hội, khả năng sử dụng đồng vốn ở mức hiệu quả thấp rất dễ xảy ra. Tình hình sẽ nghiêm trọng hơn, khi mà nguồn vốn từ huy động không bổ sung năng lực kinh doanh, tăng sức cạnh tranh của doanh nghiệp, mà chuyển thành tài sản cá nhân của nhóm các cổ đông nắm lượng sở hữu lớn. Việc giảm nhanh tỷ lệ sở hữu của các vị trí lãnh đạo chủ chốt, đặc biệt khi cổ phiếu ở mức giá cao, làm trầm trọng thêm nguy cơ xung đột lợi ích giữa các nhóm cổ đông.

Hệ thống tài chính quốc gia dễ bị tổn thương trước sự vận động phức tạp của dòng vốn quốc tế

Với hệ thống chính trị ổn định, vị thế tăng cao qua quá trình quốc tế hóa đời sống kinh tế, kết quả tăng trưởng kinh tế tích cực, Việt Nam được xem là điểm đầu tư hấp dẫn của thế giới giai đoạn 2006-2008. Trong ba năm này, Việt Nam đã thu hút trên 90,4 tỷ USD vốn FDI, chiếm 58% tổng vốn FDI đăng ký trong một thập kỷ từ 1998 đến 2008.

Năm 2005, thị trường tài chính Việt Nam ghi nhận sự quay trở lại của các quỹ đầu tư nước ngoài, sau làn sóng rời xa khu vực bất ổn chịu ảnh hưởng tài chính - tiền tệ từ cuối những năm 1990. Sự góp mặt của các tên tuổi tài chính phố Wall như Merrill Lynch, Goldman Sachs, J.P. Morgan là tín hiệu phấn khởi. Tác động của các lực lượng này lên thị trường tài chính Việt Nam không thể bỏ qua.

Trong lộ trình hội nhập WTO, thị trường vốn Việt Nam tiến dần tới chỗ tự do hoàn toàn. Đã có 37 chi nhánh ngân hàng nước ngoài hoạt

động tại Việt Nam, sắp tới sẽ là sự xuất hiện của các ngân hàng thương mại, công ty chứng khoán, công ty bảo hiểm 100% vốn nước ngoài, các rào cản với dịch chuyển vốn quốc tế cũng sẽ dần được gỡ bỏ. Khi đó, từng biến động của thị trường tài chính thế giới và khu vực sẽ ảnh hưởng trực tiếp tới hệ thống tài chính Việt Nam.

Hiện tượng tháo chạy vốn khi xuất hiện các biến cố tài chính, như đã từng xảy ra với Malaysia hay Thái Lan vào năm 1997-1998, khiến nhiều người đặt ra lo ngại với Việt Nam. Hệ lụy của việc dòng vốn đầu tư nước ngoài đột ngột rút đi sẽ càng nghiêm trọng khi năng lực sản xuất và cạnh tranh nội tại của nền kinh tế chưa có đủ thời gian cần thiết để cải thiện. Lúc này, các đối tác Việt Nam mới chỉ kịp hoàn thành nghĩa vụ đối ứng bằng việc đóng góp và chuẩn bị hạ tầng, nhà xưởng và mở rộng tiêu dùng mua sắm máy móc, thiết bị.

Ngoài ra, nếu có thể thực hiện một phép cộng gộp lượng tài sản mà nhóm quỹ đầu tư nước ngoài đang nắm giữ thì sẽ được một con số ngang bằng với tỷ lệ không nhỏ của GDP. Thống kê trong tháng 8/2008, của RGE¹⁴ cho biết, đến cuối năm 2008 luôn có một lượng vốn 10 tỷ USD do các quỹ đầu tư nước ngoài điều động sẵn sàng đổ vào Việt Nam. Một lực lượng kinh tế nước ngoài có ảnh hưởng ngày một mở rộng đang được hình thành.

Từ cấu trúc vĩ mô đến triển khai vi mô

Trong nền kinh tế, hệ thống tài chính được điều hành bởi các chính sách vĩ mô và thực thi tại cấp vi mô, cụ thể tới đơn vị doanh nghiệp. Tình trạng không đồng bộ giữa hai cấp điều hành và thực thi vẫn tồn tại. Chính sách vĩ mô dù có đúng đắn tới đâu cũng cần được thi hành đầy đủ mới mang lại hiệu quả mong muốn. Khi chưa nắm vững phương thức triển khai ở cấp độ vi mô, người hoạch định chính sách ở vào tình thế bị động, không lường trước được các phản ứng và hệ quả của việc thực thi chính sách. Kết quả thực thi chỉ tới khi đã hiển hiện mới được ghi nhận. Và nếu không phải là kết cục mong đợi thì hành động tiếp theo của những người hoạch định chính sách là điều chỉnh quyết sách mới được đưa ra. Cách làm này, nếu kéo dài, sẽ gây tâm lý bất an đối với hành lang pháp lý điều khiển các hoạt động kinh tế.

Khi thị trường chứng khoán suy giảm, giá cả tăng cao, lãi suất của các

¹⁴Hệ thống thông tin kinh doanh uy tín quốc tế

ngân hàng thương mại bị đẩy lên mức kỷ lục vào đầu năm 2008, Chính phủ đã thực hiện đồng bộ nhiều chính sách thực hành tiết kiệm, khuyến nghị các doanh nghiệp hạn chế phát hành mới, huy động vốn bổ sung và rà soát lại tính khả thi và hiệu quả của các dự án.

Tuy vậy, việc dừng ngay các dự án đang triển khai là rất khó khăn với doanh nghiệp. Bởi kèm theo đó là những cam kết sẽ phải hủy bỏ với đối tác, nhà cung cấp, khách hàng, là các khoản đã đầu tư vào máy móc, thiết bị, nhà xưởng, mặt bằng... phải trở thành chi phí treo, chưa nói tới tính nghiêm trọng của hàng loạt cơ hội lao động bị cuốn đi sau tiếng còi dừng cuộc chơi. Còn phải kể tới sức hấp dẫn của khoản thặng dư vốn cổ phần sau mỗi đợt phát hành mới. Dù rằng con số thu được chỉ bằng một nửa so với lúc thị trường chứng khoán tăng trưởng cao thì việc thu hút và tích lũy một lượng tiền mặt để dự phòng các biến cố kinh tế có thể xảy đến đã là quá quý với doanh nghiệp đang có nhu cầu tài chính cho vận hành và mở rộng quy mô.

Hạn chế trong thực hành truyền thông tài chính

Chất lượng của hệ thống truyền thông tài chính ở Việt Nam cũng là điều đáng bàn, và đã tiềm tàng những rủi ro sinh ra từ một (hoặc hơn) trong ba nhân tố cấu thành chất lượng: giá trị thông tin, quá trình phân tích và phương tiện thực hành truyền thông.

Bằng chứng về sự hăng hái quá mức của xã hội là số lượng ấn phẩm tham gia vào truyền thông tài chính không hề tỷ lệ thuận với chất lượng truyền thông ở Việt Nam. Nguyên do là yếu tố xung đột, nguồn, chất lượng cung cấp, sự bảo đảm khách quan và hiệu quả của phương tiện, vẫn chưa được kiểm soát gắt gao. Trên thị trường chứng khoán, giá chứng khoán có thể tăng giảm theo các dòng thông tin. Nhưng việc tăng giảm này chỉ đồng nghĩa với việc “xác lập được điểm cân bằng” khi và chỉ khi các quy tắc văn minh được bảo đảm và tôn trọng trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Rõ ràng, thông tin là một giá trị và quyền sở hữu, quyền ngăn chặn người khác tiếp cận thông tin chính xác đã trở thành một thứ quyền lực ghê gớm. Giá trị của nội dung thông tin đã được khẳng định ngày càng rõ, cho dù có tuân theo ý đồ của người đưa tin hay không. Chính vì thế, sự công bằng thông tin phải trở thành một chuẩn mực, nếu không, rủi ro sẽ thành biến cố chắc chắn.

12.7 Sức mạnh của thị trường và sự điều tiết của Nhà nước

Mặc dù đã công nhận sự can thiệp của chính phủ là cần thiết cho vận hành ổn định và phát triển nền kinh tế đất nước, chúng ta vẫn không thể bỏ qua quyền năng khách quan của các thế lực thị trường. Những biến động và bất ổn kéo dài từ đầu năm 2008 sang năm 2009 tại Hoa Kỳ - quốc gia được điều hành bởi chính phủ có đầy đủ nguồn lực và công cụ tối ưu - là biểu hiện rõ ràng nhất về khả năng điều khiển và thao túng thị trường của những bàn tay vô hình, ẩn sau bức màn tình vi được dệt bởi vô vàn giao dịch thương mại vĩ mô, các hệ thống tài chính, công nghiệp và truyền thông phức tạp.

Phần này tìm hiểu hoạt động của “bàn tay vô hình”, khái niệm ám chỉ các quá trình tự điều chỉnh trên thị trường. Câu hỏi đặt ra là nếu các điều chỉnh này không tự phát mà có chủ đích, theo một trật tự sắp đặt thì thế lực nào có đủ năng lực để tạo ra trò chơi? và bằng cách nào?

12.7.1 Sức mạnh của thị trường

Những thế hệ người Việt Nam sinh ra và lớn lên từ đầu những năm 1970 trở về trước không xa lạ với hình thức phân phối hàng hóa tiêu dùng bằng tem phiếu và sổ mua hàng. Những điều này rất khó hình dung với các thế hệ trẻ 8x hay 9x. Dường như rất ít bạn trẻ đặt ra câu hỏi, hàng hóa và dịch vụ từ đâu mà có? bằng cách nào chúng xuất hiện trong các siêu thị? và rồi những người tiêu dùng kiếm tiền ra sao để có thể tiêu thụ các sản phẩm đó? Câu trả lời chung nhất sẽ là, thị trường đã thực hiện các quyết định này.

Nói như vậy, không có nghĩa là trong các hệ thống kinh tế chỉ huy, nơi khái niệm thị trường không tồn tại, mọi hành vi và quyết định kinh tế đều chịu sự điều hành của kế hoạch. Trong thời gian làm việc trên đồng ruộng theo chỉ định, người nông dân tự do quyết định sẽ đánh luống hay làm cỏ trên mảnh ruộng được giao. Một biểu hiện khác của sự tồn tại thị trường trong cơ cấu kinh tế điều hành tập trung là các hoạt động buôn bán, trao đổi hàng hóa ngầm, còn được biết đến dưới khái niệm hoạt động “chợ đen”. Trong một thời gian dài trước khi chính

sách đổi mới kinh tế được thi hành, mua bán tại các chợ Trời và những hệ thống tín dụng phi chính thức giữa cá nhân và hộ cá thể đã đóng góp đáng kể vào việc đảm bảo nguồn cung hàng hóa đáp ứng nhu cầu tiêu dùng và sản xuất kinh doanh trong dân chúng. Theo Glyn Davies, tự do giao dịch là điều kiện cần, không phải điều kiện đủ, để xây dựng một nền kinh tế thịnh vượng.¹⁵

Chính các giao dịch tự do hình thành khái niệm hợp tác. Vô số người đã tham gia vào quá trình giao dịch trên thị trường. Điều đặc biệt là họ tham gia một cách tự nguyện. Cơ chế nào để những con người tưởng như không có bất kỳ liên hệ nào lại cùng hợp tác trong quá trình tạo ra của cải xã hội? Adam Smith cho chúng ta câu trả lời từ cách đây hơn hai thế kỷ.

Tác phẩm *Wealth of Nations* (Của cải các quốc gia) được Adam Smith giới thiệu năm 1776 có một điểm mấu chốt: nếu một giao dịch giữa hai bên đối tác là tự nguyện, nó sẽ không xảy ra trừ khi cả hai bên đều tin rằng mình có lợi từ giao dịch đó. Trong trường hợp có nhiều hơn hai đối tác tham gia vào giao dịch, câu chuyện trở nên phức tạp hơn và đó là lúc giá cả phát huy tác dụng.

Hệ thống giá là cơ chế đảm bảo các giao dịch tự nguyện diễn ra mà không cần sự chỉ đạo hay điều hành nào cả. Chúng ta mua gạo tám thơm và tivi LCD Samsung mà không cần biết tới người nông dân trồng lúa ở Hải Hậu và người công nhân lắp ráp tivi tại nhà máy ở Linh Trung. Adam Smith nhận ra rằng, giá cả sinh ra từ những giao dịch tự nguyện giữa người mua và người bán (trong một thị trường tự do) có thể liên kết hoạt động của hàng triệu người, mỗi người lại tìm kiếm được lợi ích riêng, theo cách làm cho mọi người đều trở nên khá giả hơn.

Hệ thống giá hoạt động tốt và hiệu quả đến mức chúng ta không ý thức được nó trong hầu hết thời gian hoạt động trên thị trường. Giá thực hiện ba chức năng liên kết chặt chẽ với nhau trong tổ chức hoạt động kinh tế: (i) truyền thông tin; (ii) tạo động lực khuyến khích lựa chọn phương án sản xuất ít tốn kém nhất, sử dụng nguồn lực sẵn có với mục đích tạo ra giá trị cao nhất; và (iii) phân phối thu nhập. Rắc rối xuất hiện khi giá cả không phát huy được chức năng của nó. Trong một số trường hợp, chúng ta còn không xác định được nguồn gốc của vấn

¹⁵ *Free to choose*, 1980: [39].

để.

Vào đầu giờ sáng ngày 21/7/2008, không lâu sau khi thông báo giá xăng A92 sẽ tăng lên mức 19.000 đồng/lít kể từ 12h00 cùng ngày được các hệ thống truyền thông phát đi, tại các điểm bán lẻ xăng dầu, rất đông người kéo đến đổ xăng để được mua xăng lần cuối với giá 14.500 đồng/lít. Giá đã thực hiện chức năng truyền thông tin. Giá chỉ truyền đi tín hiệu quan trọng tới những người cần biết. Chẳng hạn, một người lái xe taxi hầu như không quan tâm tới mức giá tăng lên hay giảm đi của mặt hàng bông sợi.

Hiệu quả truyền tin là làm sao đảm bảo thông tin được gửi đến đúng người cần nó và loại bỏ cản trở của những người không cần nó. Thật may là hệ thống giá tự động giải quyết vấn đề này. Với nỗ lực tìm kiếm lợi ích cho bản thân, người truyền tin có đầy đủ động lực để tìm tới người thực sự mong muốn sử dụng thông tin. Trong xã hội hiện đại, quá trình truyền thông tin qua giá hết sức thuận lợi với sự trợ giúp nhiệt tình của các phương tiện truyền thông.

Bất cứ thứ gì ngăn cản việc xác định giá dựa trên quan hệ cung - cầu đều ảnh hưởng đến quá trình truyền tin chính xác. Độc quyền là một ví dụ. Mỗi lần EVN đưa ra đề xuất tăng giá điện là một lần người tiêu dùng cả nước lại lên tiếng yêu cầu được cung cấp thêm thông tin về chi phí và hiệu quả hoạt động của ngành điện lực. Độc quyền không ngăn cản quá trình truyền tín hiệu qua hệ thống giá mà nó bóp méo thông tin truyền đi. Giá dầu thô thế giới tăng lên tới gần 150 USD/thùng vào giữa năm 2008 là một thông tin quan trọng với giới phân tích và đầu tư tài chính. Tuy nhiên thông tin này không phản ánh sự suy giảm đột ngột nguồn cung hay nhu cầu sử dụng, đầu cơ và tích trữ năng lượng tăng đột biến. Nó chỉ đơn giản truyền đi thông tin rằng một nhóm sở hữu nguồn tài nguyên quý hiếm này đã thành công trong kiểm soát giá và phân chia thị phần.

Việc truyền tin chính xác cũng sẽ trở thành lãng phí nếu người tiếp nhận thông tin không có động cơ để hành động và quyết định đúng trên cơ sở thông tin nhận được. Trong một hệ thống giá tự do, tín hiệu giá cả cung cấp đồng thời động cơ và phương tiện để thực hiện. Chức năng này liên hệ mật thiết với chức năng phân phối thu nhập của giá. Thu nhập của người sản xuất được quy định bởi khoản chênh lệch giữa

lượng tiền nhận được từ bán sản phẩm và lượng tiền phải sử dụng để tạo ra sản phẩm. Thông tin về mức giá bán cao hơn cho phép người sản xuất chấp nhận các chi phí đầu vào tăng lên và cung cấp cả động lực tăng sản lượng.

Giá cả còn tạo động lực để lựa chọn phương thức sản xuất hiệu quả nhất. Mức lương cao, giá cả của lao động trong ngành tài chính, ngân hàng và chứng khoán là động lực để đông đảo sinh viên đăng ký theo học các chuyên ngành này ở bậc đại học. Điều này thể hiện rõ nét trong cơn sốt nhân sự chứng khoán năm 2007.

Phát triển của khoa học cũng tương đồng với những bước tiến của thị trường. Các học giả hợp tác với nhau bởi họ thấy tất cả đều có lợi từ những hiểu biết chung. Một nghiên cứu được chấp nhận bởi nó có ích với cộng đồng học thuật. Các nhà khoa học thực hiện những giao dịch “nghiên cứu” - bằng cách giao tiếp trao đổi ý tưởng ở hội thảo, công bố các công trình và kết quả nghiên cứu. Ngày nay, được hỗ trợ của hệ thống Internet và các cơ sở dữ liệu khoa học khổng lồ, các nhà khoa học từ khắp nơi trên thế giới có thể kết nối dễ dàng với nhau. Nhìn sang hoạt động giao dịch thương mại, chúng ta thấy hình ảnh của toàn cầu hóa và tự do hóa thương mại quốc tế, với WTO là một thể chế rõ ràng nhất.

12.7.2 Chính phủ ở đâu trong bức tranh?

Tự do quyết định giao dịch là điều kiện cần để thị trường phát triển. Vậy cần nhìn nhận vai trò của chính phủ thế nào khi mỗi động thái quản lý nhà nước luôn được xem như một sự “can thiệp” vào thị trường. Câu hỏi này Adam Smith cũng đã trả lời hộ chúng ta.

Mọi cá nhân trong nền kinh tế, chừng nào không vi phạm các quy tắc chung được xã hội thừa nhận và chấp hành, sẽ được hoàn toàn tự do tìm kiếm lợi ích theo cách của riêng mình và cạnh tranh với các đối thủ. Theo đó, một xã hội cần chú ý tới ba trách nhiệm quan trọng. Đầu tiên, đó là nhiệm vụ bảo vệ xã hội khỏi bạo lực và sự xâm chiếm của các xã hội độc lập khác. Thứ hai, nhiệm vụ bảo vệ các thành viên của xã hội tránh khỏi bất công bằng hay áp bức từ các thành viên khác. Và cuối cùng, trách nhiệm xây dựng và phát triển những công việc nhất định,

những tổ chức công cộng nhất định. Đó là những thứ có thể không vì lợi ích của bất cứ cá nhân hay nhóm nhỏ mà đem lại lợi ích lớn hơn rất nhiều cho toàn xã hội. Để đảm bảo ba trách nhiệm này, xã hội cần một đối tác có đủ sức mạnh: Chính phủ.¹⁶

Cũng cần nhận thức rõ rằng, nếu thị trường có các “thất bại” sinh ra từ các ảnh hưởng ngoại sinh thì chính phủ cũng có những “hạn chế” tương tự. Nếu ảnh hưởng từ các “hạn chế” có tác động đáng kể tới giao dịch của thị trường, chúng sẽ trở nên quan trọng đối với các biện pháp của chính phủ nhằm sửa chữa những “thất bại của thị trường”. Nguồn gốc cơ bản của vấn đề chính là khó khăn trong nhận dạng chi phí hay lợi ích ngoại sinh. Việc xác định một chính sách vĩ mô sẽ mang lại lợi ích cho ai và thiệt hại tới ai không hề đơn giản. Một nỗ lực khắc phục của chính sách kinh tế rất cục lại có thể làm cho tình hình trở nên tồi tệ hơn với những chi phí ngoại ứng tăng lên cho một đối tượng nằm ngoài phạm vi mục tiêu điều chỉnh của chính sách đó.

Để đảm bảo tính đúng đắn và hiệu quả của các chính sách do Chính phủ đưa ra, cần thường xuyên kiểm tra sự cân đối giữa lợi ích và chi phí của các hành vi can thiệp thị trường. Vì nhiều lý do, một hành động của chính phủ sau khi đã được công bố rộng rãi rất khó thay đổi. Cho dù những điểm bất hợp lý có thể được phát hiện từ rất sớm thì vẫn mất một thời gian đáng kể để điều chỉnh trước khi có quyết định từ bỏ nỗ lực can thiệp đó.

Dường như mâu thuẫn với những giá trị được Adam Smith cổ vũ, quyền lực của các chính phủ đang lớn dần lên trong thế giới hiện đại. Theo nghĩa hẹp, chính phủ thực hiện trách nhiệm của mình bằng việc cưỡng chế thi hành luật và mệnh lệnh, cung cấp phương tiện xây dựng hành lang pháp lý, phân xử tranh chấp, giám sát phát hành tiền tệ, tạo điều kiện thuận lợi cho giao thông - liên lạc... Tuy vậy, lịch sử kinh tế thế giới lại ghi nhận những mô hình kinh tế phát triển thịnh vượng với rất ít sự can thiệp từ chính phủ.

Hồng Kông là một ví dụ như vậy. Hòn đảo này là thuộc địa của nước Anh trong suốt 99 năm trước khi được trả lại cho Trung Quốc vào năm 1997, và vẫn tiếp tục duy trì cơ chế quản lý kinh tế độc đáo của mình cho đến tận ngày nay. Tại Hồng Kông, không có thuế quan và các biện

¹⁶sdd, Friedman: [39]

pháp giới hạn thương mại quốc tế cũng như các quy định về giá và lương tối thiểu. Gần 5 triệu người Hồng Kông sinh sống trên một diện tích 400 dặm vuông (mật độ dân số cao gấp 14 lần Nhật Bản và 185 lần Hoa Kỳ), trong điều kiện hầu như không có bất kỳ tài nguyên gì. Ngay diện tích xây dựng đường và các khu dân cư cũng phải phá núi mới có được. Thế nhưng, mức sống của người dân trên hòn đảo chật chội này thuộc vào hàng cao nhất châu Á.

Tại Anh quốc, trong suốt thời kỳ dài từ năm 1864 tới trước khi Chiến tranh thế giới thứ nhất bùng nổ, sự can thiệp của chính phủ tới thị trường hầu như không đáng kể. Trong thời gian này, người dân Anh được hưởng những gì mà Adam Smith mong muốn, hoàn toàn tự do lựa chọn lợi ích cá nhân theo cách cá nhân và đưa hoạt động kinh doanh cùng vốn cá nhân cạnh tranh với những người khác. Tăng trưởng kinh tế đã đạt mức rất cao. Đời sống của cư dân được cải thiện đến mức chóng mặt. Sức mạnh của nước Anh tăng lên cùng ảnh hưởng quyền lực trên toàn thế giới. Tiêu dùng của Chính phủ Anh giảm từ $\frac{1}{4}$ thu nhập quốc gia vào đầu thế kỷ XIX xuống còn $\frac{1}{10}$ thu nhập quốc gia dưới thời trị vì của nữ hoàng Victoria vào năm 1897.

Một xã hội phát triển bảo vệ và mở rộng quyền tự do của các thành viên là phải bảo đảm cho chính phủ hoạt động trong khuôn khổ cân bằng các lợi ích và chi phí của xã hội và phát huy vai trò là bộ máy phục vụ nhân dân.

Trong 20 năm đầu tiên của quá trình đổi mới ở Việt Nam và có thể là cả sau đó, trực trặc trong vận hành thị trường là không thể tránh khỏi. Với chiếc van tín dụng đã và đang đóng vai trò quyết định hiệu suất nền kinh tế, chúng ta xem xét biểu hiện quan trọng về các trực trặc đó ở khía cạnh này và mối lo tiềm tàng khả năng lặp lại trong tương lai.

Phân phối tín dụng theo cấu trúc tập trung quá mức ở một số khu vực kinh tế chính thức và hệ thống doanh nghiệp nhà nước. Với khu vực tư nhân, các công ty có quan hệ tốt với ngân hàng, các nguồn cung cấp tín dụng dưới dạng quỹ hỗ trợ doanh nghiệp, hỗ trợ xuất khẩu và các dạng tương tự, thường được tập trung nhiều vốn. Vấn đề đáng quan tâm là hiệu suất sử dụng. Hiện tượng này, đồng thời cũng tạo ra thiếu hụt tín dụng ở nhóm rất đông các đơn vị sản xuất kinh doanh còn lại. Kết quả là cỗ máy kinh tế quốc gia không thể vận hành hết công suất.

Hình ảnh có thể liên tưởng là cuộc thi chạy của các cặp đôi. Cặp thỏ - rùa sẽ khó lòng đoạt giải cao khi thỏ thì lao vun vút còn rùa thì ạch nặng nề từng bước.

Hệ lụy của nền kinh tế là đầu tư ban đầu lãng phí, mức nhân dụng thấp, năng lực cạnh tranh tổng gộp yếu và bỏ ngỏ nhiều mảng thị trường cho hàng hóa và dịch vụ nước ngoài chiếm lĩnh. Báo giới và công chúng đề cập nhiều tới chuyện đầu tư dàn trải tại các tổng công ty, mà phần nhiều là chỉ trích. Ở góc nhìn khách quan hơn, có thể hiểu rằng, với khả năng thu hút được lượng vốn lớn những đơn vị này không sử dụng hết, hoặc không dùng hết ngay một lúc vào các hoạt động kinh doanh cốt lõi. Trong khi đó, nguyên tắc tài chính không cho phép đồng vốn ngủ yên. Bởi vậy, họ chấp nhận bỏ vốn vào các lĩnh vực không có lợi thế kinh doanh, miễn sao đồng vốn đó có hoạt động.

Vinashin và PetroVietnam không chỉ đầu tư vốn vào các lĩnh vực được coi là hấp dẫn trong nền kinh tế như tài chính, ngân hàng và bất động sản, mà người tiêu dùng còn ghi nhận cả các hãng taxi mang thương hiệu của hai tập đoàn này. Khó mà khẳng định hiệu suất kinh doanh của hai hãng taxi này cao hơn Vinasun, Mai Linh, hay Taxi Hà Nội - những đơn vị chuyên kinh doanh trong lĩnh vực vận tải hành khách, sở hữu công nghệ quản lý và kinh nghiệm thương trường. Tuy nhiên, nếu mục tiêu là để đồng vốn được đưa vào hoạt động kinh doanh, và nếu tốt, mang lại lợi suất cao hơn tiền gửi trong tài khoản, thì quyết định thâm nhập ngành taxi của Vinashin và PetroVietnam là hợp lý.

Khi phần đông doanh nghiệp thiếu vốn và không tiếp cận được nguồn cung tín dụng chính thức, thị trường tín dụng phi chính thức hay tín dụng "đen" nảy nở là lẽ tự nhiên. Điều này cũng giống như tỷ giá hối đoái và thị trường ngoại hối, tồn tại song song các thị trường và các cơ cấu chính thức - phi chính thức (bán chính thức). Để giải quyết vấn đề nguồn vốn kinh doanh, mở rộng hoạt động, các đơn vị kinh doanh còn có thêm một kênh chính thức khác: thị trường chứng khoán. Các nỗ lực đánh bóng thương hiệu, "thổi" giá cổ phiếu không hoàn toàn mang ý nghĩa tiêu cực nếu nhìn nhận từ góc độ doanh nghiệp tận dụng cơ hội để bổ sung nguồn lực. Trong điều kiện thị trường thuận lợi, tín dụng phi chính thức hỗ trợ điều phối hợp lý nguồn vốn trong nền kinh tế. Tuy vậy, ở hoàn cảnh ngược lại, khi vòng quay vốn bị tắc nghẽn, đồ

vỡ từ các khoản tín dụng phi chính thức hoàn toàn có thể dẫn đến đổ vỡ toàn bộ hệ thống tín dụng, gây xáo trộn trong xã hội. Bài học kinh nghiệm này chúng ta đã chứng kiến qua lần đổ vỡ hệ thống quỹ tín dụng nhân dân trong những năm 1991-1992.

Hiện tượng quan sát được khá rõ ràng. Các doanh nghiệp có dư vốn tín dụng, huy động lớn với tỷ lệ lên tới 15 hay 20 lần vốn chủ sở hữu. Báo chí đã nhiều lần đăng tải con số nguồn vốn huy động gấp 21,8 lần vốn chủ sở hữu của Vinashin được công bố giữa năm 2008. Áp lực này chỉ chờ dịp để bùng phát thành các cơ cấu ngân hàng, đan xen có sợi dây liên kết quan trọng nhất là điều phối vốn tín dụng. Việc điều phối này có thể thông qua một thương hiệu chung như EVN hay PV.

Ở mặt khác của vấn đề, tín dụng phi chính thức phát triển như hội, họ, các dạng cho vay nặng lãi... Lý do trước tiên nằm ở sự thiếu hụt lựa chọn tín dụng. Khi chúng tôi nghiên cứu về cho thuê tài chính vào năm 1997, việc sử dụng phương pháp này đã từng được coi là lựa chọn thay thế cho tín dụng trung hạn, do không còn lựa chọn nào khác. Thậm chí, tín dụng vi mô cũng có thời gian rất được quan tâm.

Tính phức tạp tăng lên của quan hệ cung cầu

Nền kinh tế càng phát triển, càng có thêm nhiều thị trường mới được hình thành, và quan hệ cung cầu của nền kinh tế có độ sâu và mức phức tạp tăng lên. Trên bề mặt, chúng ta quan sát được cung cầu hàng hóa thông thường rất khác với các loại chứng khoán. Giá giảm có thể kích thích tăng cầu của tivi LCD hay ô tô Civic. Nhưng giảm giá lại gây sụt giảm mạnh nhu cầu mua chứng khoán và tăng giá lại thúc đẩy đầu cơ và thanh khoản. Vì vậy, không thể xử lý cung cầu trên các thị trường khác nhau với cùng một cơ chế.

Với tài sản tài chính, các diễn biến hiện tại “có thể tiềm tàng” tác động đến kỳ vọng tương lai, tâm lý. Và số tài sản tài chính tăng nhanh quy mô cũng làm tăng quá trình tiền tệ hóa, cung tiền trên toàn quốc. Với hàng hóa, trận mưa “lịch sử” ngày 31/10/2008 gây ngập lụt nghiêm trọng toàn thành phố Hà Nội, lại cho thấy sự khan hiếm hàng hóa do ách tắc giao thông. Các hàng rau ở chợ cóc ven đường tái diễn cảnh xếp hàng tranh mua tích trữ. Tại nhiều siêu thị, người mua cũng vét tới quả trứng và hộp thịt cuối cùng. Cảm giác sự mong manh và giá trị sụt giảm của đồng tiền khi chức năng thanh toán thương mại không còn được

đảm bảo là khá rõ ràng.

Những lý luận này, ở quan hệ vĩ mô, chính là cơ sở quan trọng cho kết luận về tính hợp lý của chính sách vĩ mô như đầu tư hàng hóa công cộng đường giao thông và hạ tầng thoát nước. Với thị trường chứng khoán và chính sách tiền tệ - tài khóa, đó là mức lãi suất và khối lượng có thể duy trì thanh khoản và kỳ vọng lợi suất hợp lý trong quan hệ với lạm phát.

Chương 13

Việt Nam hội nhập toàn cầu

Kể từ khi Đổi Mới, con tàu kinh tế Việt Nam chủ động tiến nhanh vào đại dương kinh tế thế giới. Chuyển đổi mạnh mẽ từ cơ chế quản lý kế hoạch hóa tập trung sang cơ chế kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa, lại phải đối diện cùng lúc với nhiều vấn đề kinh tế mới phát sinh, cả trong nước và quốc tế, nên phản ứng có phần bị động, lúng túng của hệ thống kinh tế Việt Nam trước đổi thay của môi trường kinh tế quốc tế, đặc biệt trong cơn bão tài chính 2008-2009, là có thể hiểu được.

Đứng trước những hiện tượng kinh tế mới nảy sinh như sự kết hợp của giới tài chính và truyền thông trong kiểm soát và điều khiển nền kinh tế, nhiều câu hỏi được đặt ra cho cả giới nghiên cứu và các nhà hoạch định chính sách.

Chương 13 đúc rút bài học từ kinh nghiệm thực tế giải quyết những bài toán khó của quản lý và điều hành kinh tế ở Việt Nam trong bối cảnh hệ thống tài chính toàn cầu gặp nhiều biến cố kể từ cuối năm 2007, hứng chịu hậu quả nặng nề suốt năm 2008 và tiếp tục đương đầu với khó khăn trong năm 2009 và nhiều năm tiếp theo. Trong đó, phối hợp điều hành vĩ mô được đặc biệt coi trọng.

13.1 Bài học từ biến động kinh tế năm 2008

Mười năm sau cuộc khủng hoảng tài chính - tiền tệ châu Á, thế giới lại đứng trước một cuộc khủng hoảng tài chính mà mức độ nghiêm trọng

và khả năng tàn phá lớn hơn gấp nhiều lần.

Xuất phát từ khủng hoảng nợ dưới chuẩn tại Hoa Kỳ, do những chính sách tín dụng dễ dãi của các ngân hàng và tổ chức đầu tư bất động sản, thông qua mối quan hệ kinh doanh chằng chịt của hệ thống ngân hàng thời đại toàn cầu hoá, cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008 đã nhanh chóng lan rộng ra nhiều lĩnh vực và khu vực trên toàn thế giới.

13.1.1 Nhìn lại khủng hoảng tài chính toàn cầu

Thế giới bàng hoàng khi lần lượt các định chế tài chính hàng đầu sụp đổ, tiêu biểu nhất là sự kiện Lehman Brothers - ngân hàng đầu tư bất động sản tốt nhất Hoa Kỳ năm 2007, tuyên bố phá sản cuối tháng 9/2008. Tiếp theo là các tên tuổi như Bradford and Bingley (Anh), Hypo Real Estate (Đức), Fortis (Bỉ), Dexia (Pháp), Yamamoto Life (Nhật Bản)... Tính cả năm 2008, số ngân hàng thương mại phá sản ở Hoa Kỳ đã lên tới con số 25 (đứng đầu danh sách những thể chế tài chính xấu số này là Washington Mutual với tổng tài sản 307 tỷ USD). Số ngân hàng nằm trong danh sách “có vấn đề” vẫn tăng không ngừng, đạt tới con số 171 trong quý III/2008, mức cao nhất kể từ năm 1995.¹

Dưới tác động của khủng hoảng tài chính, các hoạt động thương mại, đầu tư, tiêu dùng của mỗi quốc gia đều sụt giảm mạnh, bóng mây suy thoái bao phủ kinh tế toàn cầu trong những năm cuối thập kỷ đầu tiên của thế kỷ XXI, đã có những nền kinh tế lâm vào tình trạng phá sản cấp quốc gia.

Phản ứng bị động và lúng túng của nhiều quốc gia và tổ chức quốc tế cho thấy sự bất ngờ của thế giới trước cuộc khủng hoảng và tầm ảnh hưởng của nó. Sức tàn phá của “con sóng thần” tài chính mạnh tới mức không một quốc gia nào có thể tự mình giải quyết cuộc khủng hoảng, mà đòi hỏi phải có sự chung tay của cộng đồng quốc tế. Khủng hoảng tài chính và cách giải quyết hậu quả trở thành chương trình nghị sự hàng đầu của các nhà lãnh đạo toàn cầu.

Cơn sóng thần của thế kỷ là cách diễn đạt của Alan Greenspan - người

¹Theo định nghĩa của Tập đoàn Bảo hiểm Tiền gửi Hoa Kỳ (FDIC): ngân hàng có vấn đề là định chế tài chính đang trên bờ vực phá sản hoặc đang phải đương đầu với khó khăn nghiêm trọng về tài chính và quản lý.

đã điều hành Quỹ Dự trữ liên bang Hoa Kỳ suốt 19 năm từ năm 1987 đến năm 2006 - về khủng hoảng tín dụng bất động sản dưới chuẩn. Trong hình ảnh Greenspan sử dụng, người ta thấy được sức mạnh siêu nhiên không gì cản nổi. Có thể quan sát trước về nó, cảnh báo về nó, cố gắng chống đỡ nó, nhưng kết cục vẫn không thay đổi: bị nó hủy diệt.

Các định chế tài chính dù có khổng lồ tới đâu bỗng chốc cũng trở thành bé nhỏ khi các khoản thua lỗ tín dụng đổ ụp xuống như những cột nước cao hàng trăm mét ập xuống bờ biển. Đáng sợ hơn, nếu sóng thần được tạo nên bởi sức mạnh thiên nhiên thì trong mỗi cuộc khủng hoảng, mỗi biến cố chao đảo nền kinh tế thế giới người ta lại thấy thấp thoáng một bàn tay vô hình lặng lẽ sắp đặt mọi chuyện.

Sự sụp đổ thị trường chứng khoán phố Wall mở đầu cho thời kỳ Đại suy thoái năm 1929. Hoài nghi được đặt ra và giả thuyết được chứng minh với logic chặt chẽ của Brown về một “tuyệt tác” của “nghệ thuật sắp đặt”.² Gia tộc Rothschild lấy lòng, đẩy quyền uy, cai quản vương quốc tài chính quốc tế với tấm lưới nhện được chăng dày đặc, mà những con mồi mắc kẹt trong đó không ai khác là những chính phủ hùng mạnh nhất hành tinh.

Vào lúc cuốn sách này lần đầu đến với độc giả, khủng hoảng tài chính - ngân hàng toàn cầu 2007-2009 hẳn vẫn là câu chuyện còn nóng hổi. Và lẽ thường, mỗi khi đứng trước một thảm họa lớn, đối diện với những khó khăn và thách thức không thể vượt qua, những người dân bình thường sẽ tìm kiếm sự bảo vệ và hỗ trợ từ chính phủ. Hãy cùng nhìn lại những gì mà chính phủ các nước đã nỗ lực thể hiện trong những ngày kinh tế khó khăn và chao đảo để rút ra bài học cho mình và tự tin đương đầu, chế ngự những thách thức ở phía trước.

Bản chất của cuộc khủng hoảng

Cơn bão tài chính toàn cầu 2007-2009 được hình thành với ba nguyên nhân cơ bản (Chính, 2009: [81]).

Khủng hoảng hàng hoá (giống khủng hoảng 1973-1975). Điểm nổi bật là khủng hoảng năng lượng và lương thực, thực phẩm (đặc biệt giá gạo đã tăng trên 1.000 USD/tấn vào tháng 4/2008 và giá dầu lên 147 USD/thùng vào tháng 7/2008). Việc bùng nổ giá cả diễn ra do nguồn cung hạn chế trong khi nhu cầu tăng cao, dự trữ thấp và đặc biệt là sự

²sđđ, [30]

gia tăng hoạt động của giới đầu cơ quốc tế. Khủng hoảng hàng hoá đã khiến tình trạng bất ổn xã hội xảy ra ở nhiều quốc gia, đe dọa nghiêm trọng tới an ninh chính trị. Hàng loạt các cuộc biểu tình, bạo động đã diễn ra ở Ai Cập, Bờ Biển Ngà, Cameroon, Haiti, Mauritani, Ethiopia, Madagasca, Phillipines, Indonesia... phản đối việc giá lương thực tăng quá nhanh.

Nỗi lo về giá lương thực chưa người ngoại thì việc giá năng lượng tăng kỷ lục là nguyên nhân của các cuộc biểu tình ở khắp nơi trên thế giới, từ Anh, Pháp, Tây Ban Nha, Bồ Đào Nha cho tới các nước châu Á như Hàn Quốc, Ấn Độ, Indonesia, Thái Lan...

Khủng hoảng cơ cấu (giống khủng hoảng 1929-1933). Đây là hệ quả của việc đầu tư quá nhiều, quá tập trung vào lĩnh vực bất động sản và thị trường chứng khoán, trong khi lĩnh vực nghiên cứu khoa học, phát triển sản xuất không được đầu tư đúng mức. Hậu quả là thị trường chứng khoán, bất động sản và tín dụng ngân hàng “tăng trưởng nóng”, giá trị “ảo” lớn gấp nhiều lần giá trị thật, dẫn đến mất cân đối cơ cấu tài chính, khủng hoảng cơ cấu kinh tế vĩ mô.

Điều nguy hiểm ở chỗ, trong bối cảnh toàn cầu hoá, quy mô hoạt động tài chính ngân hàng đã vượt ra khỏi biên giới quốc gia, các tập đoàn tài chính - ngân hàng hoạt động và phát triển trong sự liên kết và phụ thuộc lẫn nhau trên phạm vi toàn cầu.³ Do đó, khi một tập đoàn tài chính sụp đổ hay một ngân hàng tại một quốc gia phát triển phá sản đã ảnh hưởng trực tiếp đến an ninh tài chính của hàng loạt nước khác.

Khủng hoảng thể chế quản lý kinh tế - tài chính. Thể chế quản lý kinh tế được áp dụng từ nhiều năm nay tại các nước phát triển, đặc biệt tại Hoa Kỳ và EU, bó hẹp trong phạm vi một nền kinh tế, trong khi các hoạt động tài chính liên thông trên quy mô toàn cầu. Vai trò điều tiết của nhà nước giảm dần trong xu thế toàn cầu hoá và quốc tế hoá, các chính phủ không kiểm soát được hoạt động đầu cơ quốc tế, việc theo đuổi chính sách phát triển kinh tế thị trường với quan điểm tự do tuyệt đối, buông lỏng vai trò quản lý, điều tiết của nhà nước đối với thị trường... là những nguyên nhân cơ bản dẫn đến khủng hoảng. Do đó, khi thị trường phát

³Trước khi phá sản, ngân hàng Lehman Brothers quản lý 639 tỷ USD tài sản, 25.000 nhân viên và có chi nhánh ở hầu hết các nước trên thế giới; AIG - tập đoàn bảo hiểm lớn nhất Hoa Kỳ - có chi nhánh hoạt động trên 130 quốc gia...

triển quá nóng, không còn tuân theo quy luật cung – cầu, đã dẫn đến sự rối loạn trong hoạt động của hệ thống tài chính – ngân hàng.

Ba đặc trưng trên có mối quan hệ hữu cơ, tác động lẫn nhau rất sâu sắc, làm cho tình hình diễn biến phức tạp và khó lường, làm giảm hiệu quả các biện pháp can thiệp cũng như đẩy nhanh và gia tăng hậu quả của khủng hoảng. Trong đó, khủng hoảng thể chế, nhất là trong lĩnh vực quản lý tài chính - ngân hàng, là đặc trưng nổi bật và có tính chất nghiêm trọng nhất, chi phối toàn bộ cuộc khủng hoảng tài chính diễn ra trên phạm vi toàn cầu.

Tại sao không cứu Lehman Brothers?

Ngày 15/9/2008, Lehman Brothers, ngân hàng đầu tư lớn thứ tư Hoa Kỳ, kết thúc chặng đường 158 năm với một kết cục không thể tồi hơn: tuyên bố phá sản. Trước đó, giới tài chính - ngân hàng toàn cầu đã chứng kiến lần lượt các tượng đài Merrill Lynch, Bear Stearns sụp đổ. Hai siêu định chế tài chính là Freddie Mac, Fannie Mae và người vĩ đại AIG trong ngành bảo hiểm cũng gặp nguy khốn nhưng đã được FED ra tay “cứu trợ”. Nhờ thế, bằng cách này hay cách khác họ vẫn tiếp tục cầm cự hoặc đã tìm được nơi trú ẩn. Câu hỏi lớn được đặt ra, “Tại sao không cứu Lehman Brothers?”

Alan Greenspan là người đầu tiên nói không cứu, và quả nhiên, không có vụ cứu chữa nào xảy ra. Các báo kinh tế và kinh doanh Việt Nam cũng liên tiếp đưa nhiều bài phân tích quanh sự kiện ngân hàng lừng danh hơn một thế kỷ rơi tuyên bố phá sản. Kết luận chung sau khi đọc kỹ các phân tích này là: đều sai, và không đưa ra được câu trả lời tường minh, phù hợp với trình độ và kinh nghiệm dày dặn của Alan Greenspan.

Câu trả lời chính xác nhất như sau. Trước tiên, chính phủ bị ràng buộc bởi cái gọi là *Hạn chế ngân sách* (GBC - Government Budget Constraint). Phần cơ bản của nguồn thu là Thuế. Phần đáp ứng bội chi là Trái phiếu. Khi bội chi liên tục phá các ngưỡng an toàn, trái phiếu sẽ đảm đương nhiệm vụ bù đắp phần hụt, và để gánh nặng đó cho Thuế trong tương lai. Trái phiếu và thuế là hai câu chuyện luôn gây áp lực cho việc cân bằng GBC.

Việc bán được trái phiếu có ý nghĩa đặc biệt quan trọng. Khi bán trái phiếu, Chính phủ Hoa Kỳ xem như tương đương với phát hành nợ cho

khu vực tư nhân, và cả người dân. Khả năng bù đắp các thâm hụt phụ thuộc vào sự sẵn sàng của người dân, hệ thống tài chính tư nhân chấp nhận ôm giữ trái phiếu chính phủ.

Đứng trên quan điểm này, Alan Greenspan cho rằng, nếu cứu Lehman với số tiền khổng lồ, thì một hiệu ứng kép sẽ xảy ra. Thứ nhất, một phần tiền thuế của dân sẽ được sử dụng để cứu một hãng kinh doanh thu lợi nhuận - một cá mập tài chính. Điều này không có căn cứ kinh tế bền vững (những hệ thống như thế có thể quy đổi tương đương sang các Ponzi game, sụp đổ trong ngắn hạn). Thậm chí, kích thích các trò chơi rủi ro. Điều này, một số báo trích nguồn nước ngoài từ AP, DJ, AFP... có nhắc đến, nhưng rất tiếc, đây chỉ là lý do phụ.

Lý do quan trọng hơn là hiệu ứng thứ hai, liên quan tới cơ cấu kinh tế - chính trị. Đó là, một khi sử dụng ngân khoản lớn cứu Lehman, Chính phủ Hoa Kỳ làm hai lần cùng một việc (trước đó là Bears Stearns) và điều đó chưa chứng minh hiệu quả, đồng thời sinh ra cái gọi là *tình trạng tới hạn khả năng vay nợ* (Debt Displacement), giống hệt như một công ty khi mức nợ tới hạn.

Ở ngưỡng này, với những lần liên tục phát hành các khoản trái phiếu lớn từng đợt 30 tỷ USD, Chính phủ Hoa Kỳ đang tiến tới trạng thái đảo nợ, và ở ngưỡng bùng nổ đó, mỗi khoản thu mới sẽ phải tương đương với một khoản chi ra. Như thế, dòng thu thuần tài chính chính phủ luôn bằng không: $\Delta B_{t+1} = 0$. Nghĩa là không giải quyết được vấn đề mà áp lực thuế thì vẫn cao trong tương lai.

Có cách gì giải quyết? Đó là động viên lòng yêu nước, và tinh thần chịu khổ, chấp nhận áp lực đồng tiền mất giá mà mua trái phiếu. Nhưng mỗi lần động viên, lại tiêu tốn mất một ít “độ tin cậy” của chính sách tài chính của Chính phủ Hoa Kỳ. Cái gì cũng có giá của nó.

Điều kiện cần cho một nền kinh tế giữ được cân bằng trong dài hạn là định lý về tính tương đương Ricardian, ở đó các hiệu ứng tương đương của tác động thuế và nợ chính phủ phải bù trừ lẫn nhau. Trong bối cảnh khủng hoảng đang lan tỏa nhanh chóng khắp các nền kinh tế toàn cầu, không ai dám chắc điều kiện này được đảm bảo. Vào lúc cuộc bầu cử đến gần, Chính phủ Hoa Kỳ không cứu Lehman, mà lựa chọn giải pháp cứu chính mình trước khủng hoảng ràng buộc ngân sách.

Từ góc độ này mới thấy việc cứu AIG được tiến hành vô cùng khẩn

trương. Lý thuyết kinh tế hiện đại cho rằng Chính phủ Hoa Kỳ sẽ làm việc gì mà không cạnh tranh với khu vực tư nhân, hoặc tạo ra những hàng hóa có giá rẻ hơn để tạo sự công bằng cho cư dân, ở mức tiêu dùng hàng hóa dịch vụ cơ bản (những loại hàng hóa cần thiết đảm bảo mức sống cơ bản của phần đông dân cư, chứ không phải là để mua Rolls-Royce giá rẻ).⁴

Như vậy, việc cứu AIG là có tác động kép tới giảm chi phí bảo hiểm cho một bộ phận xã hội rất lớn và tránh việc tái lập hệ thống mới đảm bảo an sinh còn đắt hơn cả việc cứu AIG. Nếu việc tái lập đắt hơn, chi phí bình quân đầu người sẽ tăng lên, và làm cho Chính phủ Hoa Kỳ không đáp ứng được chức năng quan trọng nhất của nó.

Đó là chưa kể, từ sau Chiến tranh thế giới thứ nhất, Chính phủ Anh và Hoa Kỳ ngày càng chuyển sang “lấy của nhóm người này, phân phối lại cho nhóm người khác” nhằm mở rộng tầng lớp trung lưu xã hội, theo lý thuyết sau này được Keynes cổ vũ (can thiệp mạnh và tác động tích cực tổng thể). Lý thuyết của Keynes đã cho thấy có nhiều phần không đúng. Nhưng ảnh hưởng kinh tế - chính trị của nó thì vẫn còn nguyên qua nhiều đời kinh tế gia và chính trị gia Hoa Kỳ. Trong bối cảnh như vậy, việc lấy và chia từ hệ thống bảo hiểm (có vai trò quan trọng gấp nhiều lần ở Hoa Kỳ và châu Âu so với châu Á) có thể được thực hiện dễ dàng nhất.

Một mô hình kinh tế mới đang được hình thành với năng lực giải thích tỏ tường những biến động kinh tế 2007-2008 và nhiều năm về sau: Lý thuyết kinh tế nào để vận hành chính phủ và nền tài chính quốc gia sau mô hình Keynes mới (New Keynesian).

Đây là thách thức cực lớn. Và người ta đang tìm đến cái gọi là nền tảng vi mô của lý thuyết vĩ mô (Microfoundations of Macro Theory). Điều này loài người bỏ quên khá lâu, tới gần nửa thế kỷ, nay phải lao đầu trở lại. Cuối cùng, các chính sách vĩ mô sẽ bị tác động, phải phù hợp và đảm bảo quyền lợi của các giao dịch vi mô, ở đó, hàng tỷ con người đang sinh sống, vận hành, tiêu dùng, tiết kiệm, đầu tư và cả... đầu cơ.

Khi nào một quốc gia phá sản?

Cuối tháng 9/2007, báo *Thanh niên* có đưa một tin quốc tế ngắn

⁴Xem *Free to Choose* của cố giáo sư Milton Friedman, [39]

nhưng thú vị. Gerrit Six, công dân Bỉ, rao bán *Vương quốc Bỉ*, khuyến mãi thêm vua và triều đình cùng các khoản nợ quốc gia. Đây là chuyện đùa... có thật! Sau ba ngày rao bán trên hệ thống eBay, trước khi thông tin bị dỡ bỏ, đã có người trả giá 10 triệu euro. Lúc đó, nhiều người cười vui. Tất cả đều biết rằng điều đó không xảy ra. Một năm sau, lại xuất hiện tin rao bán một quốc gia trên eBay. Tất nhiên, lần này cũng không phải chuyện đùa. Và cảm xúc thì hoàn toàn khác.

Iceland trở thành quốc gia đầu tiên đối diện với thảm cảnh phá sản trong cơn bão tố khủng hoảng tín dụng toàn cầu. Ngày 10/10/2008, Chính phủ Iceland đã buộc phải tiến hành quốc hữu hóa và tiếp quản ngân hàng độc lập lớn nhất đất nước. Ngay sau đó, Chính phủ Iceland cũng đã đóng cửa thị trường tài chính. Những động thái của Chính phủ Iceland đồng nghĩa với việc chấm dứt lưu thông đồng nội tệ và tất nhiên các ngân hàng trên thế giới cũng lập tức ngừng giao dịch đồng krona - đồng tiền chính thức của Iceland. Trước đó, Thủ tướng Geir Haarde của Iceland đã cảnh báo nguy cơ phá sản cấp quốc gia. Giáo sư Arsaell Valfells của Đại học Iceland nhận xét: "Iceland đã phá sản. Đồng krona của nước này đã trở thành dĩ vãng. IMF sẽ phải giải cứu Iceland".

Điều gì đã xảy ra với quốc gia có dân số 320 nghìn người này? Iceland có cánh tay vươn xa đáng kinh ngạc trên phạm vi quốc tế do có ngành ngân hàng vượt xa quy mô quốc gia, chinh phục được cả nền kinh tế Anh quốc. Chiến lược này đã đem lại cho người dân Iceland mức thu nhập bình quân đầu người vào loại cao nhất thế giới. Nhưng tại thời điểm cao trào của khủng hoảng, họ bất lực ngồi nhìn nền kinh tế của mình lao xuống vực - đồng tiền mất giá đến một nửa, các ngân hàng sụp đổ do bị ảnh hưởng nặng nề của những khoản nợ mà họ cung cấp vào lúc làm ăn phát đạt.

Các ngân hàng và công ty của Iceland đầu tư rất lớn trên khắp lục địa châu Âu. Vì vậy, một khi lục địa già lâm vào khó khăn, hệ thống tài chính Iceland mau chóng sụp đổ hoàn toàn. Người dân Iceland còn bắt đầu đặt câu hỏi làm thế nào mà chỉ một vài đối tượng lại có thể tạo ra một khối tài sản khổng lồ - kèm theo đó là các khoản nợ mà Thủ tướng Haarde đã cảnh báo là sẽ khiến cho cả quốc gia lâm vào nguy cơ phá sản.

Việc tái thiết Iceland từ một nước nghèo thuộc châu Âu thành một trong những nước giàu nhất khu vực bắt đầu từ khi mở cửa cho ngành

ngân hàng và thành lập thị trường chứng khoán trong nước vào giữa những năm 1990. Những cuộc cải cách thị trường tự do đó đã biến Iceland từ quốc gia bảo thủ, hướng nội, thành đất nước của thể hệ doanh nhân mới, có bằng cấp quốc tế, quyết tâm đem lại cho Iceland một vóc dáng vượt xa hình ảnh một cơ sở đánh cá trong quá khứ.

Doanh nhân chính là mặt hàng xuất khẩu lớn nhất của nước này khi các ngân hàng và công ty của Iceland có mặt trên khắp châu Âu, và hầu bao dành để mua lại công ty đã chật cứng do bùng nổ thị trường chứng khoán và hệ thống lương hưu có nguồn vốn dồi dào. Tài sản của một gia đình trung bình tăng đến 45% chỉ trong nửa thập kỷ, và tổng sản phẩm quốc nội tăng với tốc độ 5%/năm.

Chỉ có một điểm đáng suy nghĩ: toàn bộ hệ thống được xây dựng trên một nền móng lung lay. Đó là các khoản nợ nước ngoài. Bốn ngân hàng lớn nhất đất nước có số tài sản nợ vượt 100 tỷ USD, những khoản nợ vượt xa con số tổng sản phẩm quốc nội 14 tỷ USD của Iceland. Những khoản nợ nước ngoài đó có nghĩa là khu vực tư nhân đã gặp khó khăn rất lớn trong việc trả nợ, chẳng hạn Ngân hàng Kaupthing trong vòng 5 năm đã cho vay tới 5,25 tỷ USD đối với những vụ làm ăn với Anh.

Iceland độc đáo ở chỗ “khu vực tài chính quá khổ của nó đã đẩy đất nước vào thế rất chênh vênh, và đồng tiền của Iceland luôn được coi là có rủi ro cao cũng như đem lại lợi tức cao”.⁵ Đồng krona đã phải hứng chịu một phần kết cục đáng buồn là do các vụ mua bán đổ bể, dẫn đến tháo lui, trong đó các nhà đầu tư vay vốn với mức lãi thấp tại một nước có lãi suất thấp (như Nhật Bản), rồi đầu tư vào một nước có tỷ lệ hoàn vốn cao, nhưng thường cũng đi kèm với rủi ro cũng cao hơn.

Sau khi quan sát tình trạng rơi tự do trong vài ngày, ngày 7/10/2008, Ngân hàng Trung ương Iceland đã phải can thiệp vào tỷ giá hối đoái, ấn định ở mức 131 krona bằng 1 euro. Thủ tướng Haarde tin rằng những biện pháp này sẽ phục hồi lại lòng tin vào hệ thống. Ông cũng phê phán việc thiếu một sự phản ứng toàn châu Âu trước cuộc khủng hoảng, rằng Iceland bị buộc phải áp dụng cái tinh thần “nước nào vì nước ấy”.

Thủ tướng Haarde cũng tự thừa nhận là danh tiếng tài chính của Iceland chắc sẽ bị ảnh hưởng cả do khủng hoảng và do cách ứng phó, mặc dù các lĩnh vực kinh tế then chốt như ngư nghiệp, năng lượng

⁵Theo Venla Sipila, chuyên gia kinh tế cao cấp tại Global Insight, London

tái tạo, vẫn vững mạnh. Khi người dân bắt đầu đổ lỗi cho Chính phủ Iceland và các nhà quản lý thị trường, thì ông Haarde nói rằng các ngân hàng mới chính là “nạn nhân của các tình huống ở bên ngoài đất nước”.

Thế nào là một quốc gia phá sản?

Nói một cách ngắn gọn thì đó là tình trạng nợ quốc gia tới hạn trả lớn hơn số tiền và tài sản có thể thực hiện thanh toán tức thời và đồng tiền không được chấp nhận sử dụng. Cụm từ “quốc gia phá sản” bản thân nó vẫn còn là một thuật ngữ kinh tế đang tiếp tục gây tranh cãi. Trực tiếp và cụ thể hơn, cụm từ trên được thay bằng “khủng hoảng cán cân thanh toán”, tức là quốc gia không còn khả năng chi trả cho các khoản nhập khẩu.

Lẽ dĩ nhiên, thủ tục giải quyết nợ nần với một quốc gia phá sản phức tạp gấp bội phần so với một tổ chức kinh doanh. Và thực tế là các quốc gia trong hoàn cảnh này sẽ tìm tới các khoản vay nợ mới để giải quyết nghĩa vụ thanh toán trước mắt. Nguồn được gõ cửa nhiều nhất là IMF như đã từng xảy ra với các nước Mỹ Latinh trong những năm 1980 và Thái Lan trong thời gian khủng hoảng tài chính - tiền tệ 1997-1998. Với câu chuyện của Iceland, ngày 5/11/2008, IMF đã thông qua khoản vay 2,1 tỷ USD.

Câu chuyện về đất nước Iceland có thể khiến ai đó sửng sốt nhưng hòn đảo này trên thực tế ở quá xa Việt Nam. Ngoại trừ tác động tâm lý trong quãng thời gian ngắn, hầu như không có ảnh hưởng đáng kể nào tới đời sống kinh tế những ngày tiếp sau tại Việt Nam. Nhưng dù cách xa nửa vòng trái đất, những thay đổi tại phố Wall lại có tác động khá rõ nét tới các quyết định trên thị trường tài chính, đặc biệt là thị trường chứng khoán Việt Nam. Một nền kinh tế hùng mạnh như của Hoa Kỳ liệu có khi nào cũng rơi vào “thế kẹt” tương tự như đảo quốc châu Âu bé nhỏ?

Điểm yếu chết người của Hoa Kỳ

Quả thật, từ những năm 1980 Hoa Kỳ đã cổ vũ mạnh mẽ khái niệm “một quốc gia - một công ty” (Corporate “America”). Với khái niệm này, cách hiểu dễ nhất là toàn bộ liên bang Hoa Kỳ vận hành như một đại công ty. Dịch vụ của xã hội, công dân, công ty, chính phủ đều dựa trên nguyên lý của một công ty. Chỉ có điều, công ty này quá lớn, có doanh số gộp đo được lên tới gần 15.000 tỷ USD mỗi năm - tức GDP

của Hoa Kỳ năm 2007.

Đại tập đoàn của các tập đoàn này sở hữu nguồn tài nguyên thiên nhiên lớn, lượng lao động đông đảo, nguồn lực trí tuệ và các phát minh khoa học, một công nghệ buôn bán, và rất rất nhiều các thể chế toàn cầu do họ dựng ra. Những nguồn lực này không hề bị giới hạn ở bên trong lãnh thổ hơn 6 triệu km² của Hoa Kỳ, mà có thể được huy động từ khắp nơi trên thế giới nhờ hệ thống buôn bán, chi nhánh, áp đặt ảnh hưởng chính sách đối ngoại của Hoa Kỳ lên các quốc gia khác.

Đặc biệt, Hoa Kỳ còn có New York, với Manhattan giàu có, quyền lực và phố Wall đầy sức mạnh, mà bất kỳ thể chế hay tổng thống mới nào của đất nước này, cũng phải chịu áp lực làm hài lòng họ. Phố Wall ở rất xa, nhưng chưa bao giờ sức ảnh hưởng tới dòng máu cấp cho các tế bào kinh tế khắp các trung tâm quyền lực tài chính của họ bị suy giảm, cho dù là cuộc khủng hoảng năm 1987 (vỡ nợ ở Mỹ Latinh và Nga), hay năm 1997 (khủng hoảng tài chính - tiền tệ châu Á), hay khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007-2008 mới đây.

Nói như vậy, phải chăng Hoa Kỳ là một đế chế kinh tế và tài chính siêu quyền lực và không thể đổ vỡ? Câu trả lời chắc chắn là không. Hoa Kỳ có một điểm yếu chết người, đó chính là hệ thống tài chính đồ sộ - nơi tạo ra một phần lớn quyền lực của Hoa Kỳ. Biến cố kinh tế trong hai năm 2007-2008 chỉ là một ví dụ về sự dễ tổn thương của nền kinh tế Hoa Kỳ.

Điều đáng phân tích hơn cả là, tại sao đó lại là nhược điểm kinh khủng nhất. Và nó có liên hệ gì tới Việt Nam. Để trả lời câu hỏi này, cần làm rõ ngay vấn đề sau: Nền kinh tế tài chính của Hoa Kỳ chưa bao giờ là của nhân dân và Chính phủ Hoa Kỳ. Ngay từ ngày đầu và có lẽ mãi về sau này, nền kinh tế tài chính của Hoa Kỳ luôn thuộc về các đại gia tộc tài phiệt, những người sẽ định đoạt số phận và tương lai của hàng trăm triệu người dân Hoa Kỳ, kể cả các tổng thống.

13.1.2 Ẩn số kinh tế chính trị Hoa Kỳ

Quan sát hành vi can thiệp của Chính phủ Hoa Kỳ và động thái hỗ trợ của giới tài chính quốc tế mang lại những kinh nghiệm điều hành quý báu cho Việt Nam để kịp thời có các quyết sách thích hợp trong ngắn

hạn và trung hạn. Can thiệp của chính phủ vào nền kinh tế là cần thiết. Vấn đề là lựa chọn thời điểm, điều chỉnh liều lượng, và linh hoạt theo điều kiện thực tế. Ngay cùng với tình huống một định chế tài chính lâm vào nguy cơ phá sản, Chính phủ Hoa Kỳ cũng có động thái khác nhau.

Bear Stearns nhận hỗ trợ tài chính sau khi được một định chế khác mua lại. Fannie Mae và Freddie Mac nhận hỗ trợ tài chính trực tiếp từ Chính phủ. Washington từ chối can thiệp và không có bất kỳ khoản “cứu trợ” tài chính nào với trường hợp Lehman Brothers. Nhà Trắng quyết định dành một khoản tín dụng 80 tỷ USD cho AIG để đổi lấy 79,9% sở hữu tại AIG.

Quyết định không can thiệp vào Lehman Brothers rất đáng chú ý. Ở đây, con bài kinh tế chính trị rất rõ, nhất là trước áp lực của cuộc bầu cử tổng thống. Các nhà kinh tế học đưa ra thuyết hành vi chính trị rất phù hợp với thực tế. *Khi chính kiến của tập thể được đề cao, ý kiến cá nhân sẽ trở nên nhỏ bé.* Đầu những năm 1980, Gary Becker đã viết một bài báo có ảnh hưởng sâu sắc tóm lược đầy đủ và toàn diện quan niệm phổ biến về kinh tế học điều tiết. Dựa trên những kết quả nghiên cứu trước đó của Milton Friedman, Becker đưa ra giả thiết cho rằng, trong điều kiện giống nhau, những tổ chức có quy mô nhỏ và được tổ chức tốt sẽ là những tổ chức thành công nhất trong guồng máy chính trị.

Cán cân bầu cử Hoa Kỳ năm 2008

Khủng hoảng 2007-2008 trên thị trường tín dụng Hoa Kỳ gây ra những thiệt hại tồi tệ nhất trong lịch sử hơn 200 năm của nền kinh tế này. Một số kinh tế gia chớm nhận thấy mức độ ảnh hưởng có thể rất lớn do khủng hoảng này tiềm tàng lan rộng trong giới người lao động, giới đầu cơ, tài chính và các ngân hàng thế chấp bất động sản và tới cả các ngân hàng đầu tư lớn đứng đằng sau các vụ cơ cấu những tài sản tài chính...

Bức màn bí ẩn có lẽ sẽ chỉ được vén lên rất lâu sau cuộc bầu cử chính trường đã kết thúc vào tháng 11/2008, và theo những nghiên cứu của chúng tôi, sự tranh đấu quyết liệt quyền lực kinh tế - chính trị Hoa Kỳ đương đại mới là tác nhân quan trọng đằng sau sự tàn phá tài chính khủng khiếp này. Chính sự tàn phá đó là một vũ khí chính trị, mà nghi can quan trọng nhất, không phải ai khác, chính là biểu tượng quyền lực, giàu có và trái tim tiền bạc của hành tinh - phố Wall, Manhattan và New

York.

Một điều không đáng ngạc nhiên, giống như nhiều bí ẩn, phía sau màn kịch chính trị nhiều khi là thảm kịch, và rất có thể bức màn vĩnh viễn không bao giờ được vén lên sáng rõ. Một phần rất quan trọng là vì hệ thống truyền thông Hoa Kỳ, không giống như những lời ca tụng về tự do, thực chất bị kiểm soát bởi các hệ thống tư bản công nghiệp ketch xù. Những người chủ không phải ai xa lạ, những người được mệnh danh là thông thái nhất, quyền lực nhất và giàu có nhất hành tinh: Các ông chủ gốc Do Thái.

Đấu tranh quyền lực chính trị Hoa Kỳ là bề nổi của “cuộc chiến”. Đảng sau vũ đài chính trị là các lực lượng tài chính và công nghiệp khổng lồ đang đầu tư cho lợi ích kinh tế trong tương lai. Trong chặng cuối cùng của cuộc đua, cán cân Dân chủ - Cộng hòa với các thế lực kinh tế đứng sau dần hiện rõ (xem Bảng 13.1).

Bảng 13.1: Cán cân tranh cử Tổng thống Hoa Kỳ năm 2008

	Đảng Cộng hòa	Đảng Dân chủ
Đại diện tranh cử	John McCain (TT) và Sarah Palin	Barack Obama (TT) và Joe Biden
Lực lượng ủng hộ	Tài phiệt dầu mỏ Texas, công nghiệp vũ khí quốc phòng, và chính khách theo học thuyết “Chống khủng bố - Đánh phủ đầu” (do Condoleezza Rice khởi xướng và đặc biệt đắc dụng thời điểm năm 2001)	Giới chủ tài chính phố Wall, nắm giữ và thao túng các hàng hóa trọng yếu: trái phiếu, cổ phiếu, vàng, tiền tệ, và các nhóm hàng hóa đầu cơ (dầu mỏ, lương thực).
“Vũ khí”	Chính sách điều hâu, cuộc chiến chống khủng bố, hệ thống phòng thủ tên lửa đánh chặn toàn cầu, hoạt động quân sự duy trì trật tự thế giới do Hoa Kỳ kiểm soát.	Biến cố gây xáo trộn và sụp đổ trên thị trường tài chính, tiền tệ; đầu cơ tăng giá hàng hóa; tạo bất ổn và khó khăn dân sinh. “Giải pháp kinh tế lấy lại thịnh vượng cho Hoa Kỳ”.

Các biến động tài chính được tạo nên trong thời gian tranh cử được tận dụng như lá bài chính trị được phố Wall khai thác rất hiệu quả trong việc tạo dựng uy thế trên vũ đài. Cây bút kinh tế của BBC, Robert Peston,

nhận xét về cuộc khủng hoảng toàn cầu: Rối loạn tài chính đang tạo ra một trật tự thế giới ngân hàng - tài chính mới. Sự thực là, trước sau chỉ tồn tại một trật tự do cộng đồng tư bản tài chính Do Thái, mà tiêu biểu là của gia tộc quyền uy Rothschild, kiểm soát hệ thống tài chính toàn cầu. Nhận xét trên, bởi vậy, nên hiểu là “lập lại trật tự cũ”.

Cuộc chiến “Voi - Lừa” cuối cùng cũng đi đến hồi kết. Từ sáng thứ tư ngày 5/11/2008, tin thắng lợi của Đảng Dân chủ đã được loan đi. Ông Barack Obama đã đi vào lịch sử chính trường nước Mỹ với tư cách tổng thống da màu đầu tiên. Ông chủ thứ 44 bước vào Nhà Trắng với 333 phiếu đại cử tri, vượt xa con số 270 phiếu cần thiết. Kết cục này từ một tháng trước đã được giới tài phiệt tài chính và truyền thông phố Wall tin tưởng dựa vào thái độ ủng hộ công khai của gia tộc ngân hàng Rothschild. Trong danh sách những tên tuổi vận động tranh cử cho Obama, người ta thấy hai nhân vật lừng danh, có sợi dây liên hệ mật thiết với đại gia tộc này. Một người là kinh tế gia nhận giải Nobel năm 2001, Joseph Stiglitz. Người kia là tài phiệt tiền tệ George Soros mà những chiến tích vang dội của ông khó có thể lập được nếu thiếu đi chỗ dựa tài chính vững chắc từ nước Anh.

Có một điều cần khẳng định là mức độ tác động của phố Wall vào chính trường và kinh tế Hoa Kỳ rất rõ ràng. Trong một sách lược đúng đắn, Việt Nam có thể tranh thủ xây dựng quan hệ hợp tác công nghệ tài chính với phố Wall. Giáo sư Joseph Stiglitz, người rất được phố Wall lắng nghe, đã có sẵn mối quan hệ tốt với Việt Nam. Những định chế tài chính phố Wall cũng bắt đầu hiện diện tại Việt Nam, tích cực nhất là Morgan Stanley với sự hiện diện tại Tổng công ty Tài chính Cổ phần Dầu khí Việt Nam (PFVC) và Công ty Chứng khoán Hường Việt.

13.1.3 Đảm bảo an ninh kinh tế

Khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008 kéo theo suy thoái kinh tế thế giới khiến môi trường an ninh - chính trị của mỗi quốc gia và toàn cầu diễn biến phức tạp. Khủng hoảng tài chính gây thiệt hại nặng nề cho nền kinh tế các nước và thế giới tới gần 30.000 tỷ USD, trong đó, riêng thiệt hại của lĩnh vực tài chính - ngân hàng chỉ trong năm 2008 đã vượt quá con số 1.400 tỷ USD. Khủng hoảng năng lượng và lương thực

xuất hiện càng làm cho tình hình an ninh - chính trị quốc tế thêm nhiều diễn biến khó lường. Nhiều quốc gia thay đổi chính sách ngoại giao về năng lượng, gia tăng sức nóng cạnh tranh năng lượng ở những khu vực nhiều tiềm năng khai thác.

Suy thoái toàn cầu cũng làm nảy sinh nhiều vấn đề chính trị - xã hội phức tạp, đe dọa ổn định an ninh - chính trị của các nước và thế giới. Hàng loạt tập đoàn tài chính - ngân hàng, nhất là doanh nghiệp vừa và nhỏ bị thua lỗ, phá sản khiến hoạt động sản xuất bị thu hẹp, sa thải nhân công phổ biến và gia tăng thất nghiệp là nguyên nhân gây ra các vấn đề xã hội bức xúc, biểu hiện bằng các cuộc biểu tình, đình công, phản đối chính quyền. Khó khăn kinh tế kết hợp với hoạt động khủng bố, bạo động làm cho môi trường chính trị - an ninh quốc tế càng thêm rắc rối và phức tạp.

Cơ chế quản lý và mô hình phát triển kinh tế trở thành vấn đề được xem xét và nhìn nhận lại ở nhiều quốc gia. Kinh tế - với tư cách là cơ sở để hoạch định chiến lược quốc gia - thay đổi sẽ khiến nhiều nước phải điều chỉnh định hướng của mình, đặc biệt là chiến lược toàn cầu của các nước lớn. Các nguy cơ an ninh phi truyền thống sẽ tiếp tục xuất hiện và đe dọa trực tiếp, có thể gây hậu quả khôn lường và trở thành thách thức nghiêm trọng đối với an ninh của mỗi quốc gia.

Công tác đảm bảo an ninh kinh tế trong giai đoạn kinh tế đầy biến động và khó khăn của năm 2008 mang lại nhiều bài học giá trị cả về lý luận và thực hành (Chính và Hoàng: 2008, [82]).

Một là, cần nhận thức đầy đủ kinh tế thị trường, xây dựng cơ chế phản ứng và điều hành với liều lượng can thiệp kiểm soát thích hợp. Đây là quá trình đòi hỏi phải có thời gian, cần sự trợ giúp và tham mưu của các cơ quan nghiên cứu có năng lực đầy đủ và các cơ quan điều hành có năng lực triển khai chính sách, thu nhận phản hồi để tiếp tục hoàn thiện. Nền kinh tế Việt Nam đã từng đối mặt với siêu lạm phát những năm 1988-1990, tiếp đó, là ảnh hưởng lan truyền của khủng hoảng tài chính - tiền tệ châu Á 1997-1998. Tuy nhiên, tình hình kinh tế những năm cuối thập kỷ đầu tiên của thế kỷ XXI rất khác biệt và phức tạp hơn nhiều với sự xuất hiện của thị trường chứng khoán, các công cụ tài chính mới, lực lượng tài chính quốc tế, trong mối liên thông các thị trường bất động sản - tiền tệ và vốn. Điều này đòi hỏi các cơ quan nghiên cứu,

điều hành phải nhận thức đầy đủ bản chất của sự khác biệt này cũng như quá trình chuyển đổi của nền kinh tế để xác định quy mô, mức độ can thiệp khi xảy ra biến động kinh tế.

Hai là, bảo đảm độc lập, tự chủ trong điều hành kinh tế vĩ mô, trong đó, cốt lõi là đảm bảo an ninh tài chính, năng lượng, lương thực và thông tin mang bản sắc Việt Nam. Khi xảy ra biến động hoặc khủng hoảng kinh tế, ngay lập tức các định chế tài chính thế giới và khu vực (IMF, WB, ADB) thường đưa ra những lời khuyên rất khác nhau và mỗi thời điểm một khác, do vậy, việc lắng nghe là cần thiết nhưng xử lý cụ thể trong hoàn cảnh của Việt Nam thì “không ai hiểu mình bằng chính bản thân mình”. Chính các nhà quản lý chính sách, nhà nghiên cứu và kinh tế gia Việt Nam - những người trong cuộc - mới biết rõ mình như thế nào, đang ở đâu trong điều kiện từ một nước nghèo, bước ra từ chiến tranh và đang thực hiện cơ chế kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa.

Ba là, việc phối hợp điều hành ở tầm vĩ mô của các bộ, ngành chức năng đóng một vai trò rất quan trọng trong bảo đảm ổn định kinh tế, an ninh tài chính tiền tệ. Đây là bài học kinh nghiệm có thể rút ra ngay từ giai đoạn bất ổn kinh tế trong năm 2008. Các cơ quan dù được phân cấp, phân quyền, nhưng đều hoạt động hướng đến mục tiêu chung: thúc đẩy quá trình công nghiệp hóa, hiện đại hóa, phát triển đời sống kinh tế - xã hội, góp phần vào sự tăng trưởng bền vững của đất nước.

Vì vậy, các bộ, ngành không chỉ hoàn thành trách nhiệm cục bộ mà còn có trách nhiệm phối hợp với các lực lượng khác để cùng đạt đến mục tiêu chung. Ở tầm nhìn vĩ mô, các cơ quan cần thống nhất quan điểm về các vấn đề kinh tế chiến lược và có phản biện hợp lý trước các phương án đánh giá, trên tinh thần xây dựng. Những phức tạp nảy sinh từ mâu thuẫn và xung đột trong điều hành, quản lý nhà nước chính là nguyên nhân làm giảm hiệu quả việc triển khai và thực hiện các chính sách xử lý khủng hoảng.

Đoàn kết và thống nhất tư tưởng nhận thức để đưa ra các giải pháp, đối sách phù hợp là điều kiện cần thiết đầu tiên trong xử lý các diễn biến kinh tế phức tạp. Các biến cố kinh tế chắc chắn không chỉ xảy ra trong giai đoạn 2007-2008 mà có thể còn lặp lại nhiều lần, ở mức độ nghiêm trọng hơn, với số tác nhân ngày càng lớn và ảnh hưởng lâu dài hơn đối

với ổn định xã hội và an ninh kinh tế đất nước. Nguyên nhân và cách thức xử lý biến cố kinh tế của năm 2008 là bài học giá trị về sự phối hợp của các cơ quan quản lý điều hành trong giải quyết các bất ổn kinh tế vĩ mô.

Bốn là, công tác nghiên cứu khoa học ứng dụng trong điều hành vĩ mô được đặt ra cấp bách hơn bao giờ hết trong điều kiện kinh tế thế giới và trong nước liên tục biến động. Ngay cả khi dự báo không hoàn toàn chính xác, thì các mô hình điều khiển vĩ mô tốt cũng định hướng lời giải hiệu quả, khi đứng trước các biến động. Dự báo để tranh thủ thời cơ, hạn chế tiêu cực của kịch bản xấu trong trường hợp xảy ra. Ngay cả việc sử dụng nguồn chuyên gia quốc tế cũng cần lực lượng nghiên cứu đối ứng trong nước có khả năng tiếp thu, đánh giá chất lượng, hiệu quả, nhằm tránh các chính sách “cận thị”. Cần nhìn nhận thẳng thắn rằng nhiệm vụ này chưa được các cơ quan tham mưu nghiên cứu thực hiện tốt, nên chất lượng phân tích và đề xuất chính sách cho lãnh đạo còn rất hạn chế.

Năm là, giám sát chặt chẽ và định hướng đúng đắn hoạt động truyền thông, góp phần tích cực trong giải quyết các vấn đề bất ổn kinh tế vĩ mô. Truyền thông có vai trò và tác động tâm lý rất lớn tới đông đảo công chúng và bộ máy quản lý kinh tế. Thông qua truyền thông, cơ quan quản lý, điều hành có điều kiện tuyên truyền, giải thích rõ các diễn biến kinh tế đang xảy ra, lộ trình giải quyết và huy động nguồn lực xã hội hợp lý. Truyền thông cũng góp phần tạo đồng thuận giữa các tác nhân kinh tế, xây dựng tinh thần đoàn kết vượt qua khó khăn, giữ vững ổn định xã hội và an ninh kinh tế.

Truyền thông tốt mang lại hiệu quả phục hồi và bình ổn đặc biệt quan trọng với các thị trường tài sản có tính dao động mạnh theo tâm lý cá nhân. Chất lượng thông tin là yếu tố đầu tiên cần cải thiện về tính chính xác, khách quan, định hướng xã hội và tác dụng ổn định. Trong kinh tế thị trường, khi không thể triệt tiêu hoàn toàn đầu cơ thì thông tin tốt có tính định hướng là công cụ hạn chế đầu cơ hiệu quả.

Trước những diễn biến phức tạp của biến động kinh tế toàn cầu, nhiệm vụ đặt ra là chăm lo và không ngừng củng cố quốc phòng an ninh, giữ vững ổn định chính trị - xã hội trong mọi tình huống nhằm phát triển kinh tế. Đảng ta đã xác định phát triển kinh tế là nhiệm vụ

trung tâm và trong bốn nguy cơ đối với Việt Nam, nguy cơ tụt hậu về kinh tế được đặt lên hàng đầu. Trong bối cảnh khủng hoảng tài chính toàn cầu, luận điểm này càng có giá trị hơn bao giờ hết. Phát triển kinh tế tạo điều kiện giữ vững ổn định chính trị - xã hội, và ngược lại, ổn định về chính trị chính là điểm nổi bật nhất trong môi trường đầu tư kinh doanh tại Việt Nam.

13.2 Điều hành vĩ mô

Mục tiêu của cuốn sách là nghiên cứu về kinh tế nên sẽ không xem xét sức mạnh của chính phủ ở góc độ quân sự hay an ninh. Chúng tôi sẽ tập trung nghiên cứu sự ổn định bền vững của hoạt động kinh tế có can thiệp của chính phủ. Theo phương thức quản lý hiện đại, khả năng cân bằng ngân sách là phần rất quan trọng trong sức mạnh kinh tế của chính phủ, ổn định hệ thống tài chính và đảm bảo chi tiêu để điều tiết nền kinh tế.

Nguồn để chính phủ có thể điều tiết nền kinh tế căn bản là *thuế* và *vay*. Tính bền vững của trạng thái kinh tế quốc gia liên quan mật thiết tới sự cân bằng ngân sách chính phủ. Điều này khiến chúng ta phải quan tâm tới khái niệm quan trọng gọi là *ràng buộc ngân sách chính phủ* (GBC). Xét thử một mô hình ràng buộc ngân sách chính phủ trong động học sau:

$$P_g g_t + P_t h_t + B_t^G = P_t^B B_{t+1}^G + \Delta M_{t+1} + P_t T_t \quad (13.1)$$

trong đó g_t là chi tiêu gộp của chính phủ; h_t điều chuyển lợi ích từ ngân sách chính phủ tới các hộ gia đình; T_t tổng thuế thu; M_t tổng lượng tiền danh nghĩa đang lưu thông (từ ngân hàng trung ương).

Lưu ý rằng, trong phương trình 13.1 thì $P_t^B = 1/(1 + R_t)$ chính là lãi suất chiết khấu của tài sản tài chính do chính phủ phát hành, không rủi ro, và để đơn giản hóa, chỉ xét kỳ hạn 1 năm. Rõ ràng, vế trái của phương trình 13.1 là tổng chi trên danh nghĩa của chính phủ và vế phải là nguồn thu.

Từ đây, chia toàn bộ cho mức giá tổng quát P_t để thu được ràng buộc

ngân sách thực của chính phủ:

$$g_t + h_t + b_t^G = T_t + \pi_{t+1}m_t + \frac{1}{1+r_{t+1}}b_{t+1}^G + (1+\pi_{t+1})\Delta m_{t+1} \quad (13.2)$$

trong đó, $\pi_{t+1} = \Delta P_{t+1}/P_t$ chính là lạm phát; $b_t^G = B_t^G/P_t$ là khối lượng nợ chính phủ thực tế; $m_t = M_t/P_t$ là lượng tiền lưu thông thực; và, r_t là lãi suất thực biểu diễn qua:

$$1 + r_{t+1} = \frac{1 + R_t}{1 + \pi_{t+1}} \quad (13.3)$$

từ đó có thể rút ra phép xấp xỉ $r_{t+1} \simeq R_t - \pi_{t+1}$.

Trong kinh tế học, phần tử $\pi_{t+1}m_t$ còn được biết đến như khái niệm *seigniorage*, nghĩa là phần thu được thực tế từ việc mất giá của đồng tiền. Trong lịch sử, việc này vẫn được các lãnh chúa phong kiến thực hiện bằng cách rút bớt hàm lượng vàng thực tế trong các đồng tiền đúc, còn trong nền kinh tế hiện đại thì biểu hiện qua mức lạm phát gia tăng mạnh, làm giảm sức mua của đồng tiền. Các chính phủ tư bản cũng thường sử dụng *seigniorage* để tạo một nguồn thu từ hàng triệu hộ gia đình, mà thực tế, có thể coi nó như một sắc thuế ngấm. Cái giá của nguồn thu này là các hộ gia đình nghèo đi.

Tất nhiên, cái giá của lạm dụng *seigniorage* là lạm phát tăng cao. Cho tới một ngày, niềm tin vào sự cân bằng ngân sách, giá trị đồng tiền và tài sản tài chính do chính phủ phát hành như trái phiếu bị mất đi, lúc ấy toàn bộ nền kinh tế sẽ rơi vào khủng hoảng. Điển hình lịch sử hiện đại được biết đến là Liên bang Xôviết đầu những năm 1990 và gần đây là Zimbabwe 2007-2008.

Một phép tính cơ sở minh họa là giả sử tỷ số tiền cơ sở trên GDP là 20%. Tỷ lệ chi tiêu chính phủ trên GDP là 40%. Tỷ lệ lạm phát tương ứng để tạo ra đủ nguồn thu *seigniorage* cho ràng buộc GBC có thể tính ra $\pi = [(g+h)/y]/(m/y)$, vào khoảng 200%.

Điều cần lưu ý là, nhiều khi chúng ta không ý thức được sự tồn tại của *seigniorage*, nhưng nó vẫn xảy ra. Ở Liên Xô, trước khi tan rã, mức lạm phát π dao động khoảng 200-250%.

Một biểu diễn khác của GBC cũng thường được sử dụng trong các phân tích được cung cấp bởi phương trình 13.4 và 13.5.

$$P_t g_t + P_t h_t + (1 + R_t)B_t = P_t T_t + B_{t+1} + \Delta M_{t+1} \quad (13.4)$$

và chia cho P_t thu được:

$$g_t + h_t + (1 + R_t)b_t = T_t + (1 + \pi_{t+1})(b_{t+1} + m_{t+1}) - m_t \quad (13.5)$$

Giờ hãy nghiên cứu trên mô hình này khi tăng vĩnh viễn một lượng chi tiêu chính phủ (kinh tế học gọi là sốc không tắt) $\Delta g_t > 0$ ở thời kỳ t thì dẫn đến $\Delta b_{t+n} = (1 + R)^n \Delta g_t$.

Điều này có nghĩa là nợ của chính phủ vay từ xã hội sẽ bùng nổ trong tương lai, do

$$b_{t+n} = b_t + \sum_{s=1}^n \Delta b_{t+s} = b_t + (1 + R) \left[\frac{(1 + R)^{n-1} - 1}{R} \right] \Delta g_t$$

mà có thể thấy giới hạn rất đơn giản sau:

$$\lim_{n \rightarrow \infty} \frac{b_{t+n}}{(1 + R)^n} = \frac{1}{R} \Delta g_t$$

Nói cách khác, việc tăng chi tiêu vĩnh viễn, không có sốc tắt và bù đắp bằng vay từ xã hội sẽ làm cho khoản nợ không tự triệt tiêu đi trong tương lai được, do đó tài chính không bền vững.

Tuy vậy, có tình huống bắt buộc phải tăng chi tiêu tạm thời trong một kỳ, nhưng vẫn đảm bảo sự bền vững. Đó chính là các kế hoạch tài chính vĩ mô có tính toán để tạo nguồn bù đắp bằng thuế và nguồn thu không phải nợ vay, đảm bảo được tính chất: $\Delta g_t = \epsilon_t$, $E(\epsilon_T) = 0$ và $E(\epsilon_t \epsilon_{t+s}) = 0$. Khi này, chúng ta nhận thấy:

$$\lim_{n \rightarrow \infty} E \left[\frac{b_{t+n}}{(1 + R)^n} \right] = \frac{1}{R} E[\Delta g_t] = 0$$

Điều này ngụ ý rằng nợ vay từ xã hội sẽ triệt tiêu trong tương lai, tài chính vĩ mô có thể được điều khiển bền vững.

Các phân tích cơ sở động học kinh tế GBC cung cấp hiểu biết về vĩ mô rằng, trong ngắn hạn, vẫn cần dùng tới nợ vay xã hội. Nguồn tiền vay được là từ khu vực tư nhân. Chừng nào sự tin cậy vào quản lý ngân sách và giá trị đồng tiền bền vững vẫn còn, thì việc vay qua phát hành trái phiếu có thể tiếp tục thực hiện.

Nhưng nếu tỷ lệ nợ trên GDP cứ tiếp tục tăng không dừng theo thời gian, khu vực tư nhân (người cho ngân sách vay) đến một ngày sẽ cảm nhận thấy sự không bền vững (thậm chí không cần sử dụng tới các phân tích khoa học) và khả năng phải *tiền tệ hóa* các khoản vay của ngân sách tích lũy nhiều kỳ trước. Khi đó, tác động suy ra là lạm phát sẽ gia tăng nhanh chóng, thậm chí nếu không kịp kiểm soát và điều chỉnh, sẽ trở thành siêu lạm phát.

Động lực của việc nắm giữ các loại tài sản tài chính do chính phủ và ngân hàng trung ương phát hành, đặc trưng là trái phiếu và tiền tệ, chính là sự ổn định khả năng trả nợ và ổn định giá trị đồng tiền. Sự ổn định này được biểu hiện qua tỷ lệ ổn định và kiểm soát được của tổng vay nợ chính phủ so với GDP.⁶

Có thể lấy ví dụ về Hiệp ước Tăng trưởng và Ổn định của EU (thường viết tắt là SGP - Stability and Growth Pact) trong quản lý vĩ mô, thực chất trọng tâm là đảm bảo thỏa mãn GBC bền vững. SGP yêu cầu mức thâm hụt ngân sách chính phủ phải dưới 3% của GDP, và tỷ lệ nợ chính phủ phải được duy trì không bao giờ vượt quá 60% GDP.

Trước khi quay lại ý nghĩa kinh tế của SGP và gợi ý với nền kinh tế Việt Nam, cùng xem xét xung quanh khái niệm *thế nào là thâm hụt mà vẫn đảm bảo bền vững tài chính quốc gia*. Định nghĩa của thâm hụt danh nghĩa được cho như sau:

$$P_t D_t = P_t g_t + P_t h_t + R_t B_t - P_t T_t - \Delta M_{t+1}. \quad (13.6)$$

Như vậy từ phương trình 13.6, chúng ta có khái niệm thâm hụt thực tế ngân sách chính phủ D_t/y_t (tính theo tỷ lệ so với GDP) là:

$$\frac{D_t}{y_t} = (1 + \pi_{t+1})(1 + \gamma_{t+1}) \frac{b_{t+1}}{y_{t+1}} - \frac{b_t}{y_t}. \quad (13.7)$$

13.7 là một phương trình sai phân, với $\pi + \gamma$ là tăng trưởng danh nghĩa.

⁶Trong phiên họp Quốc hội ngày 22/10/2008, tỷ lệ nợ nước ngoài của Việt Nam ở mức 90% GDP được trình bày để so sánh với tỷ lệ nợ công 40,7% GDP tính đến hết ngày 31/12/2007. Nợ công bao gồm nợ chính phủ, nợ chính phủ bảo lãnh và nợ chính quyền địa phương. Đây là mức được đánh giá là an toàn do không vượt qua tỷ lệ 50% GDP đã được Chính phủ phê duyệt.

Bên cạnh đó, một khái niệm khác là thâm hụt cơ sở danh nghĩa, đo bằng tổng mức thâm hụt trừ đi khoản trả lãi vay của chính phủ:

$$P_t d_t = D_t - R_t B_t \quad (13.8)$$

Lúc này, tỷ lệ thâm hụt cơ bản danh nghĩa trên GDP tính bằng:

$$\begin{aligned} ll \frac{d_t}{y_t} &= \frac{g_t}{y_t} + \frac{h_t}{y_t} - \frac{T_t}{y_t} - (1 + \pi_{t+1})(1 + \gamma_{t+1}) \frac{m_{t+1}}{y_{t+1}} + \frac{m_t}{y_t} \\ &= -(1 + R_t) \frac{b_t}{y_t} + (1 + \pi_{t+1})(1 + \gamma_{t+1}) \frac{b_{t+1}}{y_{t+1}} \end{aligned} \quad (13.9)$$

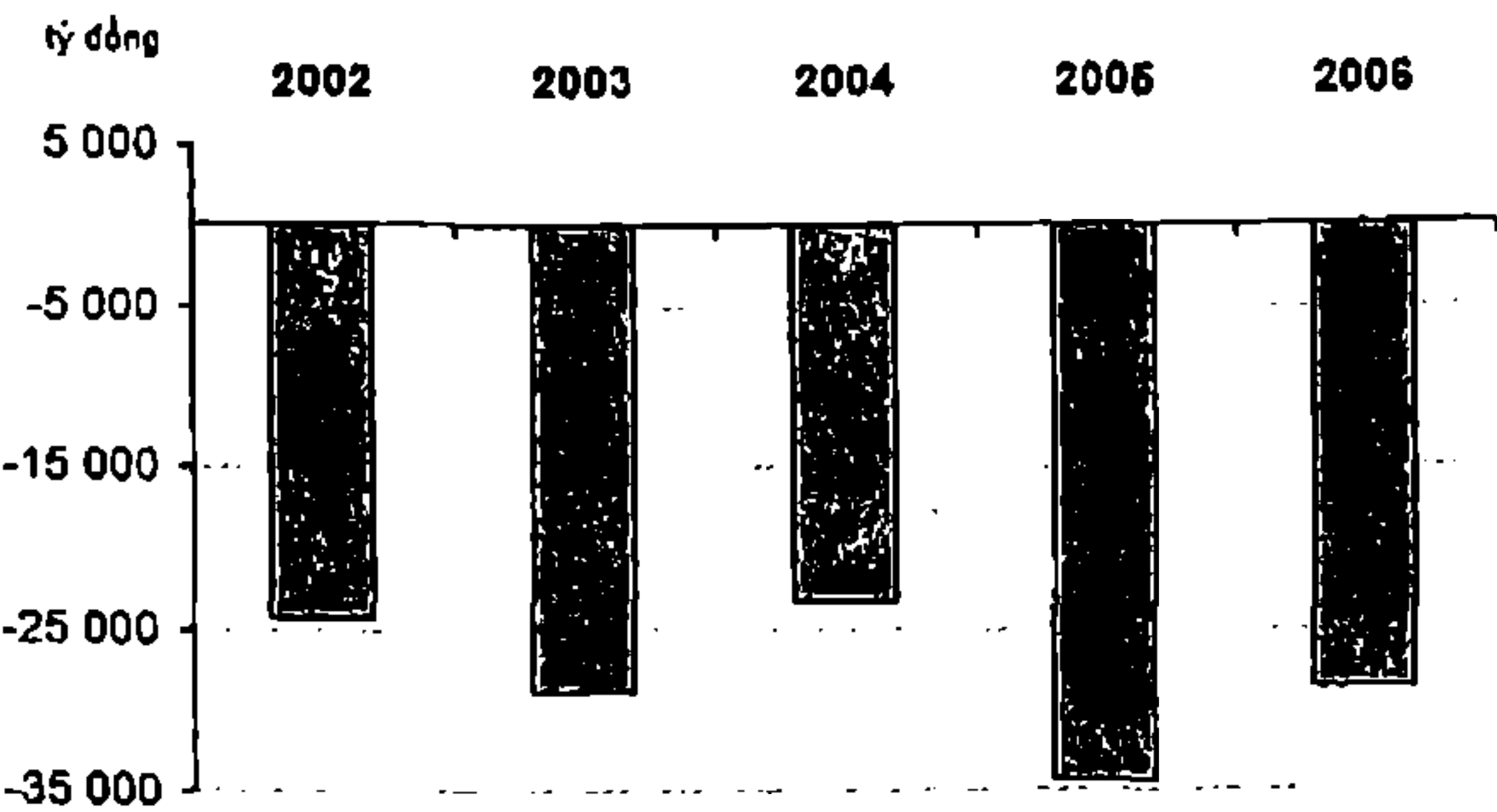
Việc gia tăng thâm hụt ngân sách sẽ có thể dẫn đến giảm tiết kiệm nội địa, giảm đầu tư tư nhân, hay gia tăng thâm hụt cán cân tài khoản vãng lai. Thâm hụt ngân sách cao và kéo dài còn làm xói mòn niềm tin đối với năng lực điều hành vĩ mô của chính phủ. Nó cũng làm tăng mức lạm phát kỳ vọng của người dân và của các nhà đầu tư vì họ cho rằng chính phủ trước sau gì cũng sẽ phải in thêm tiền để tài trợ thâm hụt. Tóm lại, thâm hụt ngân sách cao kéo dài sẽ đe dọa sự ổn định vĩ mô, và do vậy, khả năng duy trì tốc độ tăng trưởng nhanh và bền vững của nền kinh tế.

Đồ thị 13.1 cung cấp bức tranh về thâm hụt ngân sách nhà nước của Việt Nam từ năm 2002 đến năm 2006.

Vào lúc các gói kích thích kinh tế được nhiều chính phủ sử dụng nhằm vực dậy nền kinh tế toàn cầu sau cơn bão tài chính 2007-2009, thâm hụt ngân sách và những cảnh báo về nguy cơ quay trở lại của lạm phát một lần nữa trở thành câu chuyện được quan tâm tại Việt Nam.

Trong thời kỳ tăng trưởng kinh tế sụt giảm, lạm phát tăng cao, chính phủ mong muốn thúc đẩy các hoạt động kinh tế bằng việc cắt giảm thuế (giảm thu ngân sách) và đẩy mạnh chi tiêu chính phủ (tăng chi ngân sách). Hệ quả tất yếu là thâm hụt ngân sách gia tăng.

Mặc dù Luật Ngân sách 1993 không cho phép Chính phủ Việt Nam in tiền để tài trợ thâm hụt ngân sách, nhưng mức thâm hụt cao và kéo dài gia tăng áp lực ngày một lớn hơn tới tiềm lực tài chính của chính phủ. Và để giải tỏa, các giải pháp nới lỏng tiền tệ như hạ lãi suất và đưa thêm tiền vào lưu thông được đem ra cân nhắc. Các động tác này có thể



Hình 13.1: Thâm hụt ngân sách nhà nước giai đoạn 2002-2006

Nguồn: Dan Houtte, Vuong & Partners: www.empirics.net

cũng khởi động một làn sóng tăng giá mới, và trong hoàn cảnh lãi suất đã được hạ thấp, nền kinh tế đối diện cùng lúc với hai cản trở: (i) chi phí sản xuất tăng cao; và (ii) lãi suất thực âm. Một vòng xoáy trì trệ sản xuất hình thành.

Trong các động học (13.6) và (13.9), thành phần tỷ lệ nợ quốc gia b_t/y_t đều có vai trò chủ chốt của sự ổn định. Có vài tình huống về sự ổn định tài chính chính phủ như sau, dựa trên phương trình 13.9. Trước tiên, tính ổn định của hệ thống này có thể nghiên cứu thông qua tỷ lệ:

$$\frac{1 + R_t}{(1 + \pi_{t+1})(1 + \gamma_{t+1})}$$

Nếu hệ thống ổn định, thì tỷ lệ nợ b_t/y_t được duy trì ổn định (tức là hữu hạn), còn nếu hệ thống không ổn định, thì có thể tỷ lệ đó bùng nổ. Trên thực tế, sử dụng công thức 13.10 biểu diễn tỷ lệ nợ:

$$\frac{b_{t+1}}{y_{t+1}} = \frac{(1 + R)}{(1 + \pi)(1 + \gamma)} \frac{b_t}{y_t} + \frac{1}{(1 + \pi)(1 + \gamma)} \frac{d_t}{y_t} \tag{13.10}$$

Trường hợp $< 0(1 + R)/[(1 + \pi)(1 + \gamma)] < 1$, kết quả thu được là:

$$\lim_{n \rightarrow \infty} \frac{b_{t+n}}{y_{t+n}} = \frac{1}{(1 + \pi)(1 + \gamma)} \sum_{s=0}^{\infty} \left[\frac{(1 + R)}{(1 + \pi)(1 + \gamma)} \right]^{n-s-1} \frac{d_{t+s}}{y_{t+s}} \tag{13.11}$$

Nếu trong tương lai, tỷ lệ thâm hụt cơ sở không đổi, nghĩa là $d_{t+s}/y_{t+s} = d_t/y_t$ thì kết quả của phương trình 13.11 trở thành:

$$\lim_{n \rightarrow \infty} \frac{b_{t+n}}{y_{t+n}} \simeq \frac{1}{(\pi + \gamma - R)} \frac{d_t}{y_t} \tag{13.12}$$

Theo phương trình 13.12; hoàn toàn có thể lựa chọn một phương án $\pi + \gamma > R$ sao cho tỷ lệ nợ trên GDP không đổi, nghĩa là vẫn có thâm hụt đều ($d/y > 0$), nhưng không làm bùng nổ nợ mất kiểm soát trong tương lai.

Thực tế, mức nợ trong ngắn hạn vượt quá 60% GDP của EU yêu cầu trong Hiệp ước SGP không hiếm và cũng không nhất thiết là vượt sức chịu đựng của nền kinh tế. Miễn là khu vực tư nhân vẫn tin tưởng vào đồng tiền và trái phiếu, sẵn sàng nắm giữ tài sản tài chính, tỷ lệ nợ trên GDP (b/y) vẫn có thể gia tăng mà không gây khủng hoảng.

Một ví dụ là quan sát tỷ lệ nợ trên GDP của nền kinh tế Anh từ khi Ngân hàng Trung ương Anh mới ra đời năm 1695 và nền kinh tế Hoa Kỳ từ năm 1790. Trong hơn 3 thế kỷ (1695-2000), thời kỳ Anh chiến tranh với Hoa Kỳ (1775-1783) đã đẩy tỷ lệ nợ trên GDP tăng vọt tới 140% - khi bắt đầu chiến tranh, thậm chí tới mức xấp xỉ 200% sau chiến tranh giành độc lập của Hoa Kỳ. Lúc này, do cần tiền, Chính phủ Anh đã phát hành loại trái phiếu hưởng lãi vĩnh viễn (consol), khiến cho tỷ lệ nợ tăng nhanh chóng.

Ngược lại, ở Hoa Kỳ tỷ lệ nợ này giảm từ gần 40% GDP năm 1790 xuống dưới 10% vào giai đoạn kết thúc cuộc chiến tranh ở châu Âu của Napoléon. Ở Anh, dù sau chiến tranh giành độc lập của Hoa Kỳ, tỷ lệ nợ giảm đi đôi chút, nhưng việc tài trợ cho cuộc chiến Napoléon lại một lần nữa đẩy tỷ lệ b/y vượt lên cao tới đỉnh điểm của lịch sử, những năm liền kề sau chiến tranh Napoléon vọt lên tới mức 260%. Các cuộc chiến không chỉ mang thương tích quân đội, mà còn gia tăng nợ nần chính phủ.

Sau này, nước Anh phục hồi chu kỳ thịnh vượng kinh tế với kinh nghiệm của chủ nghĩa tư bản lâu đời, và tỷ lệ nợ giảm theo mức tăng nhanh của GDP, từ 260% của năm 1825 xuống còn dưới 40% vào năm 1913, sát bên thêm Chiến tranh thế giới thứ nhất. Lúc này, tỷ lệ nợ của Hoa Kỳ, quốc gia đang mạnh lên nhanh chóng, ở mức thấp: khoảng

dưới 10%. Trong nguyên nhân lịch sử kinh tế sâu xa còn có ngụ ý, Hoa Kỳ không hề có chủ quyền kiểm soát tiền tệ của chính mình, trong nhiều giai đoạn dài của lịch sử, mà quyền lực thực ấy, nằm trong tay các đại gia tộc có xuất xứ châu Âu.

Chiến tranh thế giới thứ nhất (1914-1918) đã bắt cổ máy tài chính của Chính phủ Anh và Hoa Kỳ vay mượn để tài trợ chiến tranh, và một lần nữa, tỷ lệ b/y lại vọt lên nhanh chóng ở Anh xấp xỉ 180% GDP và Hoa Kỳ khoảng 30%. Chiến tranh thế giới thứ hai (1939-1945) tiếp tục đẩy mức nợ giảm chưa được bao nhiêu của Anh quốc lên tỷ lệ cao mới, khoảng 240% GDP, và Hoa Kỳ, lần đầu tiên trong lịch sử vào năm kết thúc Chiến tranh thế giới thứ hai, cũng gánh chịu tỷ lệ nợ nần chính phủ ở mức trên 120% GDP. Kể từ thập niên 80 của thế kỷ XX, Hoa Kỳ đã vượt Anh về tỷ lệ nợ trên GDP và còn tiếp tục tăng lên. Khoản nợ cuối cùng của trái phiếu tài trợ cho Chiến tranh thế giới thứ hai mãi tới năm 2006 mới được hoàn trả.

Trường hợp $0 < (1 + \pi)(1 + \gamma)/(1 + R) < 1$ là khi lãi suất danh nghĩa của trái phiếu lớn hơn mức tăng trưởng danh nghĩa của nền kinh tế. Điều kiện GBC bây giờ không còn ổn định nữa, do gánh nặng nợ nần với lãi suất cao. Các nghiên cứu kinh tế chỉ ra kết quả trường hợp này như sau:

$$\frac{b_t}{y_t} \leq \frac{1}{1 + R} \sum_{s=0}^{\infty} \left[\frac{(1 + \pi)(1 + \gamma)}{1 + R} \right]^s \frac{-d_{t+s}}{y_{t+s}} \quad (13.13)$$

trong đó $-d_t > 0$ được hiểu là thặng dư cơ sở. Phương trình 13.13 chỉ xảy ra khi điều sau được thỏa mãn:

$$\lim_{n \rightarrow \infty} \left[\frac{(1 + \pi)(1 + \gamma)}{1 + R} \right]^n \frac{b_{t+n}}{y_{t+n}} = 0 \quad (13.14)$$

Phương trình 13.14 có tên gọi là điều kiện loại trừ trò chơi Ponzi, nghĩa là không tính đến phương án phát hành tài sản tài chính mới đi vay xã hội để trả lãi vay của khoản nợ cũ. Trong trò chơi tài chính Ponzi, tháp tiền sụp đổ khi không còn đủ số người mới tới sau bỏ tiền vào để trả lãi cho người vào chơi trước.

Một ngụ ý phân tích vĩ mô ở đây là mặc dù có thể nền kinh tế giúp tạo ra thặng dư cơ sở (lớn hơn mức phải trả lãi nợ cũ), nhưng việc duy trì mức thâm hụt gộp vẫn có thể xảy ra, bởi lẽ:

$$\frac{D_t}{y_t} = \frac{d_t}{y_t} + R \frac{b_t}{y_t}$$

từ đây thu được

$$\begin{aligned} ll \frac{b_t}{y_t} &\leq \frac{1}{R - \pi - \gamma} \frac{-d_t}{y_t} \\ &\leq \frac{1}{R - \pi - \gamma} \left(R \frac{b_t}{y_t} - \frac{D_t}{y_t} \right) \\ &\geq \frac{D_t/y_t}{\pi + \gamma} \end{aligned} \quad (13.15)$$

Khi này, ba tình huống có thể xảy ra cần lưu ý là do quan hệ giữa b/y so sánh với $D/[(\pi + \gamma)y]$. Nếu dấu lớn hơn, thì tỷ lệ nợ giảm xuống, dấu bằng thì không đổi và dấu nhỏ hơn thì tỷ lệ nợ tăng.

Trường hợp nếu chính phủ không có thặng dư ngân sách trong tương lai từ thuế và lãi đầu tư nào khác, thì để trả nợ hiện tại và lãi, việc vay nợ mới trong tương lai là bắt buộc. Cách duy nhất để đảm bảo tài chính là sẽ xuất hiện thặng dư ngân sách trong tương lai.

Quay trở lại với ràng buộc SGP trong Hiệp ước Maastricht của EU, chúng ta biết tỷ lệ nợ tối đa được phép cho các chính phủ thành viên là $b/y = 0,60$ (60% của GDP) và thâm hụt thực tế trên GDP là 3%, hay $D/y = 0,03$. Liệu ràng buộc này đã đủ đảm bảo tính bền vững tài chính của chính phủ chưa?

Một điều kiện quan trọng là:

$$\begin{aligned} \frac{b_t}{y_t} &\geq \frac{1}{\pi + \gamma - R} \frac{d_t}{y_t} \\ &\geq \frac{1}{\pi + \gamma - R} \left(\frac{D_t}{y_t} - R \frac{b_t}{y_t} \right) \\ &\geq \frac{D_t}{\pi + \gamma} \frac{1}{y_t} \end{aligned} \quad (13.16)$$

Từ điều kiện (13.16) có thể rút ra rằng $\pi + \gamma \geq 3/60 \equiv 5$. Như vậy, rõ ràng điều kiện của SGP chưa đủ để cho các chính phủ EU tạo được sự bền vững tài chính. Thực ra, một điều kiện đủ nữa là mức tăng trưởng danh nghĩa của nền kinh tế phải vượt 5%. Giả sử tăng trưởng này không đạt được, lập tức nợ sẽ vượt lên trên mức tối đa cho phép là 60%. Thông số Hiệp ước Maastricht chưa đủ để đảm bảo sự bền vững tài chính của các quốc gia EU.

13.3 Xây dựng kinh tế học Việt Nam

Kinh tế đương đại của Việt Nam thực sự ra đời từ năm 1955, sau khi xây dựng đồng nội tệ độc lập, tiếp quản tài sản công nghiệp, đất nông nghiệp từ tay thực dân Pháp và hiện thực hóa các mục tiêu lần đầu tiên qua mô hình Đại hội III của Đảng với kế hoạch 5 năm lần thứ nhất, giai đoạn 1961-1965.

Tuy nhiên, qua 20 kỳ Hội nghị Trung ương, quá trình định hình mô hình kinh tế Việt Nam không ngừng biến đổi, với nhiều phép thử, có thành công nhưng cũng không ít bài học về sai lầm. Vòng xoáy tư tưởng đã xuất hiện trong quan hệ biện chứng của lịch sử hiện đại, khi *Chính sách kinh tế mới* (NEP) đã đi một vòng thời gian để kiến giải nhiều chủ trương, chính sách kinh tế hoàn toàn có lý của Hội nghị Trung ương 11, tháng 10/1956, mà vì lý do lịch sử đã dừng bước tiến sau Hội nghị tháng 12/1958.

Nhưng hành trình tái xác định vị trí và sự hợp lý nhận thức kinh tế thị trường có điều tiết hợp lý của chính phủ cần đến 14 năm, kể từ NEP năm 1972, để trở thành một chủ trương về đường lối, chính sách kinh tế phổ quát, tạo đà cho những biến chuyển kinh tế thời kỳ Đổi Mới 1986-2008, cũng như các thăng trầm và đột phá của nền kinh tế Việt Nam mà chúng ta đã cùng nhau trao đổi.

Khoảng năm 1990, kinh tế học hiện đại với những hình hài như hôm nay xuất hiện trong các nghị quyết, chính sách, bài giảng và hành vi dân cư mới lần đầu được đưa vào Việt Nam. Từ đó đến nay, quá trình nhận dạng và định hình kinh tế học cho Việt Nam vẫn chưa bao giờ làm yên lòng các nhà lập pháp, chính phủ và chuyên gia kinh tế.

Hiến pháp năm 1992, cùng rất nhiều bộ luật ra đời và sự thích ứng

với WTO, xét ở góc độ nghiên cứu là các cấu thành của hành trình xây dựng hệ thống quan điểm, thái độ, hành vi và sự điều chỉnh của kinh tế học Việt Nam. Theo quan điểm của chúng tôi, lý luận kinh tế của Việt Nam, do Việt Nam và vì Việt Nam - với kim chỉ nam là xây dựng kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa - cần hội đủ năm đặc tính:

1. Nắm bắt các hiện tượng và quy luật phổ quát của kinh tế vi mô.
2. Cân nhắc các điều kiện kinh tế - xã hội đặc thù Việt Nam để xây dựng các mục tiêu vĩ mô hợp lý nhất.
3. Trong từng giai đoạn xây dựng các phương tiện điều hành, giúp kết nối vi mô - vĩ mô hoạt động nhịp nhàng, giảm chi phí xã hội do các “bài học vi mô” tiêu cực sinh ra.
4. Xét các điểm cân bằng mục tiêu - nguồn lực ngắn hạn như một hành trình tới đích tăng trưởng, phát triển bền vững dài hạn.
5. Mục tiêu kinh tế - tài chính gắn liền với cải thiện dân sinh, công bằng lợi ích xã hội và đảm bảo độc lập kinh tế quốc gia.

Năng lượng bút phá

Như đã nêu ở phần đầu cuốn sách, đến đây, ba phần trọng tâm đã được lấp đầy với 13 chương, trải suốt giai đoạn lịch sử ghềnh thác của dân tộc trong thời kỳ hiện đại, với những kết nối sự kiện quốc tế rõ nét. Những điểm đột phá quan trọng giúp quá trình dịch chuyển căn bản về tư duy, cấu trúc kinh tế và những trạng thái điều kiện cho hành trình đi tới cân bằng kinh tế mới cũng được trình bày.

‘ Một lẽ tự nhiên, một hành trình dài với nhiều thay đổi quan trọng đã để lại nhiều câu hỏi trong quá khứ và có thể sớm gặp lại trong tương lai. Những vòng xoáy của thăng trầm và những đột phá lớn cũng đặt ra các vấn đề rất bản chất, hữu cơ với hệ thống kinh tế chính trị của đất nước. Những vấn đề ấy không nhất thiết phải có một câu trả lời duy nhất đúng, một đáp án được sắp sẵn để sử dụng.

Vấn đề lạm phát của giai đoạn 2007-2008 rõ ràng có sự khác biệt rõ nét so với giai đoạn 1989-1991 như đã phân tích ở Chương 6. Những câu hỏi của thời kỳ quốc tế hóa cao độ đời sống kinh tế toàn cầu đặt ra những thách thức khác biệt hoàn toàn và có thể còn chưa định hình cho Chính phủ.

Các vấn đề kinh tế học ngày càng cho thấy rõ bản chất kinh tế - chính trị đan xen phức tạp, với các hệ thống lợi ích tổng thể hay cục bộ, thống trị hay phục tùng. Nền kinh tế Việt Nam đang mỗi lúc một tiến sát tới biên giới của các hệ thống trò chơi kinh tế - chính trị tác động qua lại hết sức rắc rối của các lực lượng đến từ toàn cầu.

Có thể coi đây là một cuộc chiến không khoan nhượng về lợi ích, mà về lâu dài, các mỹ từ như “cùng có lợi” hay “chia sẻ lợi ích” hoặc “thương mại công bằng”... là những khoảng dừng dễ thở của một cuộc leo dốc cạnh tranh quyền lợi khốc liệt, giành giật và kiểm soát tài nguyên, khống

chế các vũ khí kinh tế có thể điều khiển các bộ phận kinh tế nóng cốt... như đã từng thấy với dầu mỏ, vàng, mặt nước, phân phối điều tiết dòng tài chính, v.v..

Cuốn sách này, từ đầu cho tới giờ, chưa từng bao giờ tự đặt ra nhiệm vụ tìm lời giải cho nguồn năng lượng mới của sự bứt phá trong bối cảnh đang và sẽ còn tiếp tục diễn biến với thách thức ẩn và hiện, trong nhiều dạng thức khác nhau từ lạm phát tới giá trị đồng tiền, hay vay nợ của nền kinh tế... Chúng tôi cho rằng, lời giải ấy là một cuộc chạy tiếp sức của nhiều lớp lãnh đạo, giới công thương, giới nghiên cứu - phân tích, người lao động... với một mục tiêu chung về tăng cường sức cạnh tranh và lợi ích trên từng sản phẩm, từng dịch vụ, từng công trình và trong vô số khoảng thời gian nối nhau liên tục của hành trình rất dài ấy.

Một là, lựa chọn kinh tế thị trường và chấp nhận cơ chế vận hành của nó có điều chỉnh. Quá trình hình thành các tài sản và phát triển của các thị trường - nơi các tác nhân kinh tế thực hiện giao dịch tài sản, là một thực tế khách quan (đã được trình bày ở Chương 9). Lựa chọn hợp lý là ghi nhận sự tồn tại và tính độc lập tương đối của các lực lượng thị trường. Chính phủ, trong điều kiện đó, đưa ra các chính sách can thiệp để thúc đẩy quá trình tăng trưởng và giảm nhẹ, rút ngắn chu kỳ suy thoái. Một nhiệm vụ quan trọng nữa của Nhà nước là cân bằng các nhóm lợi ích trong nền kinh tế, đảm bảo công bằng xã hội, khắc phục các khiếm khuyết mà *bàn tay vô hình* tạo ra.

Hai là, Chính phủ mạnh. Sức mạnh này thể hiện ở khả năng duy trì độc lập tương đối về chính sách kinh tế, tài chính - tiền tệ, đảm bảo an ninh năng lượng, lương thực và các đầu vào thiết yếu cho quá trình xây dựng và phát triển kinh tế. Gốc rễ của sức mạnh Chính phủ không nằm ở tài nguyên dồi dào hay các ưu thế địa kinh tế, mà là sự đoàn kết từ cấp lãnh đạo cao nhất tới mỗi người dân dưới sự lãnh đạo thống nhất của Đảng. Để cỗ máy điều hành của Chính phủ vận hành trơn tru và hiệu quả, cần một đội ngũ công chức có trình độ, tâm huyết xây dựng đất nước và thực thi các quyết sách kinh tế đầy đủ thông tin, thống nhất theo một mô hình kinh tế của Việt Nam, cho Việt Nam và vì Việt Nam.

Ba là, nền kinh tế có sức cạnh tranh tới từng tế bào. Tế bào tự sinh năng lượng để tồn tại. Trao đổi chất tự nhiên, làm lợi cho toàn hệ thống cơ thể kinh tế Việt Nam. Tế bào đó, không gì khác hơn chính là các đơn

vị sản xuất - kinh doanh, cho dù ở quy mô hộ gia đình hay các tập đoàn và tổng công ty quy mô quốc gia. Biểu hiện của năng lực cạnh tranh là hàng hóa và dịch vụ được người tiêu dùng nội địa và quốc tế chấp nhận dựa trên ưu thế giá cả và chất lượng. Muốn làm được như vậy, doanh nghiệp cần khai thác tốt nguồn lực con người, vốn, công nghệ và mặt bằng sản xuất. Tuy vậy những nguồn lực này đều hữu hạn. Lỗi của cạnh tranh nằm ở năng lực tư duy sáng tạo - nguồn lực không giới hạn trong mỗi cá nhân, doanh nghiệp và ở tầm cao hơn, là mỗi quốc gia.

Bốn là, đặc biệt quan tâm nghiên cứu và công bố thông tin liên quan tới những thông số của hệ thống huyết áp “ngân hàng - tài chính”. Hiệu quả của van tín dụng trong điều tiết vận động kinh tế ngày càng được khẳng định, nhất là trong bối cảnh khủng hoảng tài chính tín dụng năm 2008. Mặc dù nền kinh tế tài chính - tín dụng toàn cầu đã phát triển ở mức rất cao với nhiều sản phẩm phức tạp và hệ thống giao dịch tinh vi nhưng vẫn có thể theo sát từng diễn biến thông qua năm bất kịp thời số hữu hạn các tín hiệu cơ bản, gồm: lãi suất, tỷ giá hối đoái, chỉ số chứng khoán, mức lạm phát hay tốc độ tăng trưởng. Điều kiện và hoàn cảnh thực tế đóng vai trò quan trọng trong hiệu quả thực thi các chính sách điều hành kinh tế nhưng các kết quả nghiên cứu học thuật đã được kiểm chứng luôn cung cấp những gợi ý hữu ích cho những nhà điều hành.

Năm là, an ninh và an sinh xã hội đi liền nhau. Diễn biến tại nhiều quốc gia trong năm 2008 cho thấy, những biến động và khó khăn kinh tế - nguyên nhân trực tiếp dẫn tới suy giảm chất lượng an sinh xã hội, là nguồn gốc bất ổn trong đời sống và hình thành các nguy cơ an ninh kinh tế - chính trị. Bởi vậy, nhiệm vụ giữ gìn an ninh phải gắn liền với đảm bảo ổn định đời sống kinh tế, cân bằng các nhóm lợi ích, bình ổn nguồn cung cấp năng lượng và lương thực.

Sáu là, độc lập về mô hình kinh tế dựa trên cơ sở thực tiễn và tư duy sáng tạo. Các mô hình phát triển kinh tế, học thuyết điều hành quốc gia được giới nghiên cứu phương Tây phát triển rất nhiều. Việc tìm hiểu và tham khảo không khó. Có điều, những lý thuyết và mô hình này được xây dựng dựa trên tập hợp các quan sát của bối cảnh không gian và thời gian hoàn toàn khác so với Việt Nam. Trước nay, vẫn có một lối tư duy phổ biến: “mượn cái của Tây về sửa lại để dùng cho Việt Nam”.

Vậy những suy nghĩ về đường hướng phát triển kinh tế của chính

người Việt Nam đâu? Ai quan tâm? Ai đã làm gì? Ai được hưởng?

Như đã từng vượt qua những ghềnh thác đầy thách thức của lịch sử, những biến cố kinh tế mới đây và sẽ còn tiếp tục trong tương lai được coi là cơ hội để nền kinh tế thị trường non trẻ của Việt Nam điều chỉnh thích ứng hợp lý, tích lũy kinh nghiệm và năng lượng cho một thời kỳ phát triển mới của lịch sử kinh tế đương đại Việt Nam./.

Tài liệu tham khảo

- [1] Mitchel Y. Abolafia and Martin Kilduff. Enacting market crisis: the social construction of a speculative bubble. *Administrative Science Quartely*, 33:177–193, 1998. 11.2.1
- [2] Phillip Arestis, Panicos O. Demetriades, and Kul B. Luintel. Financial development and economic growth: the role of stock markets. *Journal of Money, Credit, and Bunking*, 33(1):16–41, Feb. 2001. 10.1.1
- [3] George Armstrong. *Rothschild Money Trust*. Omni Publication, 1940. 8.1.3
- [4] J. P. Aumiphin. *La présence fiancière et économique francaise en Indo-chine*. Ed. Statistique, Hà Nội, 1998. 1, 9
- [5] Jeon Bang Nam and Seo Byeongseon. The impact of the asian financial crisis on foreign exchange market efficiency: the case of East Asian countries. *Pacific-Basin Finance Journal*, 11:509–525, 2003. 9.3.2
- [6] World Bank. *Vietnam Financial Sector Review: An Agenda for Financial Sector Development*. World Bank, Hanoi, Vietnam, 1995. 8.2
- [7] World Bank. *Foreign capital flows in Vietnam, background paper for the economic report 'Vietnam: Deepening Reform for Growth.'*. WB Publication Service, Washington, D.C., U.S.A., 1997. 5.2.5
- [8] World Bank. Việt Nam- Vượt lên thử thách. *Hội nghị Nhóm Tư vấn các Nhà Tài trợ cho Việt Nam*, 7-8/12/1998. 6.1, 9.1.2
- [9] Michel Beine, Bénassy-Quéré Agnès, and Christelle Lecourt. Central bank intervention and foreign exchange rates: new evidence from

FIGARCH estimations. *Journal of International Money and Finance*, 21:115–144, 2002. 9.3.2

- [10] Michel Beine and Sébastien Laurent. Central bank interventions and jumps in double long memory models of daily exchange rates. *Journal of Empirical Finance*, 10:461–660, 2003. 9.3.2
- [11] Mandelbrot Benoit. The variation of certain speculative prices. *Journal of Business*, 36(4):394–419, 1963. 10.2.3
- [12] Tống Hồng Bình. *Chiến tranh tiền tệ*. Nhà xuất bản Trẻ/ China CITIC Press, 2008. 1.1.2
- [13] Tim Bollerslev. A conditionally heteroskedastic time series model for speculative prices and rates of return. *The Review of Economics and Statistics*, 69(3):542–547, Aug. 1987. 10.2.3
- [14] William Adams Brown. Comments on gold and the monetary system. *American Economic Review*, 30(5):38–51, 1941. 9.2.3
- [15] Wallich Henry C. Money and Growth. *Journal of Money, Credit and Banking*, pages 281–302, May 1969. 11.4
- [16] John Y. Campbell, Sanford J. Grossman, and Jiang Wang. Trading volume an serial correlation in stock returns. *The Quarterly Journal of Economics*, Nov. 1993. 10.2.3
- [17] Guglielmo Maria Caporale, Peter G. A. Howells, and Alaa M. Soliman. Stock market development and economic growth: the causal linkage. *Journal of Economic Development*, 29(1):33–50, 2004. 10.1.1
- [18] Tổng cục Thống kê. *Việt Nam: Khu vực kinh tế ngoài quốc doanh trong thời kỳ Đổi Mới 1991-1995*. Hà Nội, 1996. 8.13
- [19] Tổng cục Thống kê. *Xuất nhập khẩu hàng hóa Việt Nam 20 năm Đổi Mới*. Nhà xuất bản Thống kê, Hà Nội, 2006. 5.2.4
- [20] A.G. Chandavarkar. The nature and effects of gold hoarding in under-developed economies. *Oxford Economic Papers*, 13(2):137–148, 1961. 9.2.3, 9

- [21] Chang, R. and A. Velasco. Liquidity crises in emergin markets: theory and policy. *NBER Working Paper Series*, 7272, 1999. 11.4
- [22] Chor-yiu Sin và Yuk-shing Cheng Chi-shing Chan. Currency attack/defense with two-sided private information. *EconPaper/RePEc*, November 2003. 11.3
- [23] Corsetti, G., P. Pesenti, and N. Roubini. What caused the asian curency and financial crisis? *NBER Working Paper Series*, 1998. 11.4
- [24] David O. Dapice. An overview of the vietnamese economy after the Asian crisis. *John F. Kenedy School of Government, Harvard University*, 2001. 11.4
- [25] Glyn Davies. *A History of Money: from ancient times to the present day*. University of Wales Press, Cardiff, 2002. 8.1.3
- [26] Rudiger Dornbush and Stanley Fischer. *Macro Economics*. McGraw-Hill, sixth edition, 1992. 12.5
- [27] Rudiger Dornbush and Stanley Fischer. Moderate inflation. *Worlbank Economic Review*, pages 1–44, Jan. 1993. 11.4
- [28] Hali J. Edison, Pongsak Luangaram, and Marcus Miller. Asset bubbles, leverage and life boats: Elements of Easet Asian Crisis. *The Economic Journal*, 110(460):309–334, 2000. 11.2.1
- [29] Barry Eichengreen. The real exchange rate and economic growth. *Working Paper, Commission on Growth and Developemnt, World Bank*, 4, 2008. 9.1.2
- [30] J.D. Ellen Hodgson Brown. *Web of Debt: the shocking truth about our money system und How we can break free*. Third Millennium Press, Baton Rouge, Louisiana, 2008. 8.1.3, 2
- [31] Robert F. Engle. Autoregressive conditional heteroscedaticity with estimates of the variance of United Kingdom inflation. *Econometrica*, 50(4), Jul. 1982. 10.2.3
- [32] Eugene F. Fama. The behavior of stock-market prices. *Journal of Business*, 38(1):34–105, Jan. 1965. 10.2.3

- [33] Eugene F. Fama. Efficient capital markets: A review of theory and empirical works. *Journal of Finance*, 25(2):383–417, 1970. 10.2.3
- [34] Eugene F. Fama. Efficient capital markets: II. *Journal of Finance*, 46(5):15753–1617, 1991. 10.2.3
- [35] Eugene F. Fama and James D. MacBeth. Risk, return, and equilibrium: Empirical tests. *The Journal of Political Economy*, 81(3):607–636, Jun. 1973. 10.2.3
- [36] Andre Farber. Vietnam's emerging stock market: Reviews and comments. *National Economics University Conference*, April, 2002. 12.4.1
- [37] Stanley Fisher and Robert C. Merton. Macroeconomics and finance: The role of the stock market. *NBER Working Paper, Massachusetts*, 1984. 10.1
- [38] Donald B. Freeman. Doi Moi policy and the small-enterprise boom in Ho Chi Minh City, Vietnam. *Geographical Review*, 86(2):178–197, 1996. 7.3
- [39] Milton & Rose Friedman. *Free to Choose: A personal statement*. Harcourt Brace Jovanovich, New York and London, 1980. 15, 16, 4
- [40] Frankline Allen & Douglas Gale. Bubbles and Crisis. *The Economic Journal*, 110(460):236–255, 2000. 12.3.1
- [41] Amil Dasgupta Giancarlo Corsetti and Hyun-Song Shin. Does one soros make a difference? a theory of currency crises with large and small traders. *Review of Economic Studies*, 71:87–113, 2004. 11.3
- [42] CTCK Sài Gòn. *Phương án phát hành trái phiếu chuyển đổi*. SSI, Hà Nội, 2006. 7
- [43] Richard K. Green and Susan M. Watcher. The American mortgage in historical and international context. *The Journal of Finance*, 19(4):93–114, 2005. 12.2
- [44] June Grem. *The Money Manipulators*. Enterprise Publications Inc., PO Box 488, Oak Park, Illinois 60303, 1971. 8.1.3

- [45] G. Edward Griffin. *The Creature from Jekyll Island*. American Media, PO Box 4646, Westlake Village, CA 91359, 1994. 7.7, 8.1.3
- [46] Smoluk Helbert J., Vasconcellos Geraldo, and Kramer Jonathan K. Random walk in the u.k. pound/u.s. dollar exchange rate. *International Review of Financial Analysis*, 7(1):65–82, 1998. 9.3.2
- [47] Andrew Carrington Hitchcock. *The Synagogue of Satan*. RiverCrest Publishing, 1708 Patterson Road, Austin, Texas 78733, 2007. 15, 8.1.3
- [48] Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. *Báo cáo trình Chính phủ: Thực hiện chính sách và chức năng của NHNN giai đoạn 1991-1997*. Hà Nội, 1998. 8.13
- [49] Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. *Báo cáo thường niên 1998*. Hà Nội, 1999. 8.13
- [50] Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. *Báo cáo thường niên 1999*. Hà Nội, 2000. 8.13
- [51] Y. Hwang. Asymmetric long memory garch in exchange return. *Economics Letters*, 73:1–5, 2001. 9.3.2
- [52] Bhatia Rattan J. Inflation, deflation, and economic development. *IMF Staff papers*, 8(1):101–14, 1960. 11.4
- [53] Michael Jensen. Some anomalous evidence regarding market efficiency. *Journal of Financial Economics*, 6:95–101, 1978. 10.2.3
- [54] JICA and CIEM. *Fiscal and monetary policy: Financial analysis on Vietnamese commercial banks*. JICA working papers on country analysis, Oct. 1997. 8.13
- [55] Harry G. Johnson. Is Inflation a Retarding Factor in Economic Growth? *Fiscal and Monetary Problems in Developing States*, pages 121–37, 1967. 11.4
- [56] Alan B. Jones. *Let's fix America!* ABJ Press, PO Box 2362, Paradise, CA 95967, 1994. 7.7, 8.1.3
- [57] Jonathan A. Parker Karl E. Case, Edward L. Glaeser. Real estate and the macroeconomy. *Brookings Papers on Economic Activity*, 20(2):119–162, 2000. 12.3.1

- [58] Tetsusabora Kimura. Vietnam-Ten year economic struggle. *Asian Survey*, 26(10):1039–1055, 1986. 4.5, 4.6, 4.7
- [59] Paul Krugman. A model of balance of payments crises. *Journal of money, credit and banking*, 11, 1979. 11.3
- [60] Lê Quốc Lý. Quan hệ giữa lạm phát với lãi suất và kiểm chế lạm phát ở Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế và Dự báo*, Tháng 6, 2008. 9.1.1
- [61] Ball Laurance. What determine the sacrifice ratio? *NBER Working Paper*, 4306, 1993. 11.4
- [62] Guijun Lin and Schramm Ronald M. China's foreign exchange policies since 1979: A review of development and an assessment. *China Economic Review*, 14:246–280, 2003. 9.3.2
- [63] Andrew W. Lo and A. Craig MacKinlay. Stock market prices do not follow random walks: evidence from a simple specification test. *The Review of Financial Studies*, 1(1):41–66, 1988. 9.3.3
- [64] Wu Lyh-Lin and Chen Show-Lin. Foreign exchange market efficiency revisited. *Journal of International Money and Finance*, 17:831–838, 1998. 9.3.2
- [65] Ronald MacDonald. The role of the exchange rate in economic growth: a euro-zone perspective. *Working Paper Research Series, National Bank of Belgium*, Conference 150th Anniversary, 2003. 9.1.2
- [66] Fritz Machlup. Eight questions on gold: a review. *American Economic Review*, 30(5):30–37, 1941. 9.2.3
- [67] Marshall, D. Understanding the Asian crisis: Systemic risk and coordination failure. *Economic Perspective, Federal Reserve Bank of Chicago*, Third Quarter:13–28, 1998. 11.4
- [68] Frederic S. Mishkin. *The Economics of Money, Banking, and Financial markets*. Pearson, Addison Wesley, seventh edition edition, 2004. 8.1.4, 10
- [69] Đảng Cộng sản Việt Nam. *Văn kiện Đại hội Đảng lần thứ III, IV, V, VI, và VII*. Nhà xuất bản Sự thật, Hà Nội, 1999. 8

- [70] Đặng Phong. *Lịch sử kinh tế Việt Nam - Tập I: 1945-1954*. Nhà xuất bản Khoa học Xã hội, Hà Nội, Việt Nam, 2002. 2.1, 15, 2.3, 2, 13, 8
- [71] Đặng Phong. *Lịch sử kinh tế Việt Nam-Tập II: 1955-2000*. Nhà xuất bản Khoa học Xã hội, Hà Nội, Việt Nam, 2005. 2, 4, 6, 7, 4.2, 8, 10
- [72] L.T. Nghiep and L.H. Quy. Measuring the impact of Doi Moi on Vietnam's Gross Domestic Product. *Journal of Asian Economic Literature*, 14(3):317-32, 1999. 5.2.1
- [73] Trần Nhâm. *Trường Chinh với hành trình đổi mới tư duy*. Nhà xuất bản Chính trị quốc gia, Hà Nội, 2005. 12
- [74] Marjorie Niehaus. Vietnam 1978: The elusive peace. *Asian Survey*, 19(1):85-94, 1979. 4.3
- [75] Đào Xuân Sâm và Vũ Quốc Tuấn. *Đổi Mới ở Việt Nam: Nhớ lại và suy ngẫm*. Nhà xuất bản Tri thức, Việt Nam, 2008. 1, 2
- [76] R.R. Officer. The distribution of stock returns. *Journal of the American Statistical Association*, 67(340):807-812, Dec. 1972. 10.2.3
- [77] S.N Oh. Financial deepening in the banking sector-Vietnam. *Asian Development Review*, 12:20-52, 1999. 8.2
- [78] Desai Padma. Macroeconomic fragility and exchange rate vulnerability: a cautionary record of transition economies. *Journal of Comparative Economics*, 26:621-641, 1998. 9.3.2
- [79] Michael Palmer. An investigation of factors associated with variations in the relative importance of commercial bank residential real estate loans. *The Journal of Finance*, 23(1):687-88, 1968. 12.3.3
- [80] Dwright H. Perkins. Cải cách hệ thống kinh tế ở Việt Nam và Lào. *Những thách thức trên con đường cải cách ở Đông Dương*, pages 33-64, 1997. 5.2.1
- [81] Phạm Minh Chính. Bảo đảm an ninh kinh tế trong giai đoạn khủng hoảng tài chính toàn cầu. *Tạp chí Cộng sản điện tử*, 24/01 2009. 13.1.1
- [82] Phạm Minh Chính và Vương Quân Hoàng. Bài học kinh nghiệm về bảo đảm an ninh kinh tế 2008. *Tạp chí Công an Nhân dân*, Tháng 10, 2008. 13.1.3

- [83] Phạm Minh Chính và Vương Quân Hoàng. An ninh tài chính quốc gia: 7 dấu hiệu cảnh báo. *Tạp chí Cộng sản*, (786):71–78, Tháng 5/2008. 4, 12.6
- [84] Phạm Minh Chính và Vương Quân Hoàng. Bối cảnh tài chính Việt Nam 1997-1998 và 2007-2008: khoảng cách và biến đổi. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế*, 7(362):3–24, Tháng 7/2008. 6
- [85] Phạm Minh Chính, Vương Quân Hoàng và Trần Trí Dũng. Những thời kỳ biến động của nền kinh tế Việt Nam: Bản chất của vấn đề và giải pháp cho tương lai. *Tạp chí Cộng sản*, 792:35–41, Tháng 10/2008. 1.1, 6, 6.3
- [86] McKinnon R. *Financial liberalization in Retrospect: interest rate policies in LDCs: In the state of development Economic*. Blackwell, New York, 1989. 10.1.1
- [87] Radelet, S. and J. Sachs. The onset of the East Asian financial crisis. *NBER Working Paper Series*, 6680, 1998. 11.4
- [88] James Riedel. The Vietnamese economies in 1990s. *Asian-Pacific Economic Literature*, 11:1–8, 1997. 8.2
- [89] James Riedel and Suiwah Leung. The role of the state in Vietnam's economic transition. *Asia Pacific School of Economics and Government. The Australian National University*, 2001. 2, 3
- [90] Lisa Roman. Vietnam-banking in the present, living in the past. Stockholm: Stockholm School of Economics, working paper series., 1995. 8.13
- [91] Murray N. Rothbard. *The Mystery of Banking*. Richardson&Snyder, 1983. 8.1.3
- [92] Jon Christian Ryter. *Whatever Happened to America?* Hallberg Pub., 2001. 1.1.2
- [93] Dorrance Graeme S. The effect of inflation on economic development. *IMF Staff papers*, 10(1):1–47, 1963. 11.4
- [94] Dorrance Graeme S. Inflation and growth: the statistical evidence. *IMF Staff papers*, 13(1):82–102, 1966. 11.4

- [95] S.W. Salent and D.W. Henderson. Market anticipations of government policies and the price of gold. *Journal of Political Economy*, 86, 1978. 11.3
- [96] Harvard Kenedy School. Vượt qua khủng hoảng và tiếp tục đẩy mạnh cải cách. *Lựa chọn thành công: Bài học từ Đông Á và Đông Nam Á cho tương lai của Việt Nam*, 2008. 5.2.2
- [97] Theodore Shabad. Economic developments in North Vietnam. *Pacific Affairs*, 33(1):36–53, 1958. 3
- [98] Y. Shimomoto. Developing the capital market-Vietnam. *Asian Development Review*, 12:54–72, 1999. 8.2, 9
- [99] Herbert Simpson. Real estate speculation and the Depression. *The American Economic Review*, 23(1):163–71, 1933. 12.3.4
- [100] Graeme Donald Snooks. The irrational “war on inflation”: Why inflation targeting is both socially unacceptable and economically untenable. *Global Dynamic Systems Centre*, Working paper(1), March, 2008. 1.1.4, 7
- [101] Michael E. Solt and Paul J. Swanson. On the efficiency of the markets for gold and silver. *Journal of Business*, 54(3):453–478, 1981. 9.2.4
- [102] Shale T. How Vietnam works. *World Business: The global perspective*, pages 27–33, Sep.-Oct. 1995. 5.3.2
- [103] Robert Tsay. Conditional heteroscedastic time series models. *Journal of American Statistical Association*, pages 590–604, 1987. 10.2.3
- [104] Wai U. Tun. The relationship between inflation and economic development: A statistical inductive study. *IMF Staff papers*, 7(2):302–17, 1959. 11.4
- [105] Sachs J. và W.T. Woo. Experiences in the transition to a market economy. *Journal of Comparative Economics*, 18(3):271–275, 1994. 5.2.1
- [106] Vương Quân Hoàng. Điểm nóng quan hệ cổ đông: làm sao làm tốt. *Doanh nhân Sài Gòn cuối tuần*, 215, 14/9/2007. 5

- [107] Vương Quân Hoàng. Bài học từ biến động nền tài chính Nhật Bản. *Tạp chí Kinh tế & Phát triển (Đại học Kinh tế quốc dân Hà Nội)*, 1996. 12.3.2
- [108] Vương Quân Hoàng. *Văn minh làm giàu & Nguồn gốc của cái*. Nhà xuất bản Chính trị quốc gia, Hà Nội, Việt Nam, 2007. 2.1, 7, 7.1, 1, 2
- [109] Vương Quân Hoàng. Một khuyến nghị cho tăng trưởng kinh tế việt nam trong khó khăn của khủng hoảng kinh tế - tài chính toàn cầu. *Tạp chí Cộng sản điện tử*, 173, 11/3 2009. 11.5
- [110] Vương Quân Hoàng, Ngô Phương Chí và Nguyễn Tuấn Vinh. Tỷ giá USD/VND có ổn định sai phân (1)? Phân tích mô hình ARIMA (1,1,0) năm 2001 trên số liệu năm 1990-2000. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế*, 2001. 9.3.2
- [111] Vương Quân Hoàng, Nguyễn Hồng Sơn và Trần Trí Dũng. Những quan sát về triển vọng kinh tế toàn cầu 2008, sau vấn nạn tín dụng bất động sản và chính sách tiền tệ phòng ngừa cho Việt Nam. *Tạp chí Cộng sản*, (784):123-127, Tháng 2/2008. 6.3, 12.3.2
- [112] Vương Quân Hoàng trả lời phỏng vấn. Sự thịnh vượng “Trên mây” và những rủi ro tiềm ẩn. *Đầu tư chứng khoán*, pages 36,37, 2007. 6.3
- [113] Vương Quân Hoàng và Nguyễn Hồng Sơn. Về mối quan hệ liên thông giữa các thị trường chứng khoán, bất động sản và tiền tệ. *Tạp chí Cộng sản*, (785):56-62, Tháng 4/2008. 1.1.1, 6.2, 6.3, 6, 12.3.3, 12.3.4
- [114] Vương Quân Hoàng và Trần Trí Dũng. Chuyện quỹ đầu tư ở Việt Nam. *Diễn đàn doanh nghiệp*, Tháng 2/2008. 2, 5
- [115] Vuong Quan Hoang. The leasing alternative. *Vietnam Business Journal*, 7(5):26, 1997. 8.13
- [116] Vuong Quan Hoang. Corporate bond: a financing alternative. *Vietnam Investment Review*, 7:16, 2000. 8.13
- [117] Vuong Quan Hoang. *Essays on Vietnam's financial markets: databases and empirics*. Ecole de Commerce Solvay, Université Libre de Bruxelles, 21 Ave. F.D. Roosevelt, B-1050, 2003. Thèse doctorat en sciences de gestion, ULB-Solvay. 9.1.1

- [118] Vuong Quan Hoang. Essays on Vietnam's financial reforms: Foreign exchange statistics and evidence of long-run equilibrium. *Working paper CEB*, 03-013.RS., 2003. 14
- [119] Vuong Quan Hoang. Evidence of garch effect in stock returns: Vietnam stock market 2000-2003. *Vietnam Journal of Mathematical Application*, 2(1):15–30, 2004. 10.2.3
- [120] Vuong Quan Hoang. A question of leverage. *Vietnam Investment Review*, page 13, 24 March 1997. 6.1, 4
- [121] Vuong Quan Hoang and André Farber. Some new results on anomalies and herd behavior: Vietnam Stock Market. *Economic Studies Review (Vietnam)*, 44(9), 2004. 10.2.1, 11.2.2, 4
- [122] Vuong Quan Hoang and Ngo Phuong Chi. An approach to the theory of the parallel foreign exchange rates: statistical evaluation of USD:VND exchange rates. *Economic Studies Review*, 42(9):18–27, 2002. 9.3.2
- [123] C.R. Whittlesey. The gold dilemma. *The Quarterly Journal of Economics*, 51(4):581–603, 1937. 9.2.3, 8
- [124] Daniel Yergin. *Dầu mỏ, tiền bạc, và quyền lực*. Nhà xuất bản Chính trị quốc gia, Hà Nội, 2008. 1.1.2
- [125] Alfred Zauberman. Gold in Soviet economic theory and policies. *The American Economic Review*, 41(5):879–890, 1951. 9.2.3, 10, 11

Phụ lục tra cứu

- Đổi Mới, xxviii, 66, 74, 95, 96, 110, 121, 124, 144, 146, 147, 149, 161, 171, 198, 222, 289, 382, 499, 533
- cổ phần hóa, 102
- chủ nghĩa xã hội, 159
- doanh nghiệp nhà nước, 157
- GDP, 99, 108
- kinh tế tư nhân, 159
- lạm phát, 106
- ngân hàng, 150
- thành tựu, 98
- thị trường tài chính, 189
- tiền tệ, 405
- đôla hóa, 226, 275, 290, 410
- đầu cơ, 286
- đầu cơ, 4, 137, 265, 293
- đôla hóa, 286
- bất động sản, 300
- bong bóng, 412
- chứng khoán, 355
- khủng hoảng, 510
- quốc tế, 7
- tiền tệ, 420
- đầu tư, 75, 90, 92
- xã hội hóa, 53
- đổi tiền, 78
- độc lập tiền tệ, 56
- ADB, 171
- ASEAN, 113, 172
- bản vị vàng, 250, 256
- John Maynard Keynes, 251
- Rothschild, 252
- bất động sản, 351, 370, 451
- đóng băng, 301
- đầu cơ, 300
- CDO, 456
- FDI, 308, 314
- giá, 300
- giao dịch, 303
- thông tin, 311
- bầy đàn, 390
- bong bóng, 451
- đầu cơ, 355, 411
- South Sea Company, 355
- bong bóng đầu cơ, 416
- truyền thông, 418
- cân bằng sức mua, 279, 288
- công cụ nợ
- khoản vay mềm, 190

- cơ chế giá
 - dọc, 143, 161
 - ngang, 144, 162
- cạnh tranh, 145
- cấu trúc kinh tế, 83
- cổ phần hóa, 101, 157
- chính sách thuế, 84
- chính sách tiền tệ, 115, 116
- chủ nghĩa tư bản, 69, 531
- chủ nghĩa xã hội, xxix, 69
 - Đổi Mới, 159
- co chế giá, 500
- CPI, 106
- dầu mỏ, 8
 - Nga, 11
- DATC - Công ty Mua bán nợ và tài sản tồn đọng của doanh nghiệp, 198
- doanh nghiệp nhà nước
 - Đổi Mới, 157
 - cổ phần hóa, 102
 - nợ xấu, 199
- FDI, 108, 110, 112, 125, 133, 148, 166, 314, 429, 430
 - Đầu tư trực tiếp nước ngoài, 163
 - bất động sản, 308
- FED, 29
 - mô hình IS - LM, 483
- FED - Ngân hàng Trung ương Hoa Kỳ, 2
- FPI
 - Đầu tư gián tiếp nước ngoài, 163
- GDP, 88, 93, 112, 133
- giá trị, 145
- giao dịch
 - chỉ định, 142
 - tự định, 142, 147
- hệ thống ngân hàng, 115, 116
 - hai cấp, 115
- hệ thống tài chính, 97, 127, 160
- hội nhập, 121, 158, 171
- hợp tác xã, 69, 83
 - hợp tác xã tín dụng, 82, 209
- hiệu ứng bầy đàn, 418
- huy động vốn, 86
- ICOR, 93, 103
- IMF, 116, 171, 516
- IS - LM
 - FED, 483
- John Maynard Keynes, 478
- JPMorgan, 2, 26
 - Bear Stearns, 456
- khởi nghiệp, 164
- khủng hoảng, 2, 438
 - dầu cơ, 510, 523
 - thất nghiệp, 24
 - chính phủ, 511
 - niềm tin, xxviii, 5
 - tài chính 2008, xxvii, 3
 - tín dụng bất động sản dưới chuẩn, 3
- khủng hoảng tài chính, 108
- khoán, 75
- kiểu hối, 81
- kinh tế tư nhân, 71, 155, 159

- kinh tế thị trường, 115
- lãi suất, 83, 118, 217, 222, 446
 bây thanh khoản, 233
 lãi suất cơ bản, 229
 lãi suất chiết khấu, 184
 trần lãi suất, 228
- lạm phát, 88, 94, 97, 106–108, 147, 148
 phi mã, 107
- LM, 481
- Luật một giá, 292
- mô hình
 Harrod-Domar, 91
 IS - LM, 483
 Solow, 91
- mô hình IS-LM, 478
 đường IS, 480
 đường LM, 481
- mô hình kinh tế, 73
- nông nghiệp, 75
- nợ xấu, 103
 doanh nghiệp nhà nước, 199
- Nancy Napier, 164
- ngân hàng, 111
 FPI, 167
 Luật các tổ chức tín dụng, 179
 Luật Ngân hàng Nhà nước, 179
 nợ xấu, 203
 ngân hàng nước ngoài, 211
 thị trường liên ngân hàng, 214
- Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam, 190
- Ngân hàng Công thương Việt Nam, 178
- ngân hàng cổ phần tư nhân, 116
- Ngân hàng Kiến thiết Việt Nam, 85
- Ngân hàng Nông nghiệp Việt Nam, 178
- ngân hàng nước ngoài, 116
- Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam, 81, 190
- Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, 77, 176, 186, 189
- Ngân hàng Quốc gia Việt Nam, 62, 77, 176, 189
- ngân hàng thương mại, 4, 116, 134
- ngân hàng thương mại cổ phần, 179, 195, 207
- ngân hàng thương mại nhà nước, 150, 178, 195, 197, 198, 202, 205, 475
- ngân hàng trung ương, 116
 Bảng tổng kết tài sản, 184
 phát hành tiền, 182
 tỷ lệ dự trữ bắt buộc, 186
 tiền cơ sở, 187
- ngoại hối, 80
 thị trường ngoại hối liên ngân hàng, 277
 Trung tâm giao dịch ngoại tệ, 277
- nguồn vốn đầu tư, 108
- Nguyễn Tấn Dũng - Thủ tướng Chính phủ, 172, 226, 410
- nhập siêu, xxix, 87, 93, 109, 148, 427
 1955-1957, 80

- niềm tin, 61
- Nobel, 10
- PPP, 279, 288
- Quỹ Tiền tệ Quốc tế - IMF, 19
- rent-seeking, 134
- Rockefeller, 9
 - Standard Oil, 9
- Rothschild, 43, 520
 - Ngân hàng Đông Dương, 44
 - Nhà Nobel, 10
 - Rockefeller, 10
 - vàng, 246
- seigniorage, 45, 525
- Seven Sisters, 12
 - Nhóm bảy chị em, 12
- stochastic processes
 - GARCH
 - conditional variance, 364
- tài chính, 94
- tín dụng, 115–117, 148
 - cấp phát vốn, 84
 - phi chính thức, 117
 - tín dụng ngân hàng, 84
- tín dụng ngân hàng, 83
- tăng trưởng, 100, 143
- tạo ra tiền, 181
- tấn công tiền tệ
 - tỷ giá, 422
- tập đoàn kinh tế nhà nước, 158
- tỷ giá, 67, 97, 134, 235, 273, 282, 288, 293, 422
 - đồng rúp, 272
 - cố định, 272, 420
 - chế độ đa tỷ giá, 81
 - tỷ giá hối đoái, 277
 - thả nổi, 237
- thất nghiệp, 90
- thị trường, 95, 97, 106
- thị trường chứng khoán, 350, 493
 - điều kiện niêm yết, 323
 - Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, 319
- ARMA-GARCH, 321
- bước nhảy giá, 331
- bất động sản, 351, 370
- bầy đàn, 321
- bầy đàn), 358
- biên độ giao dịch, 329
- bong bóng, 355
- công ty chứng khoán, 337
- Công ty niêm yết, 325
- cơ chế giao dịch, 327
- chia tách, 360
- GARCH, 364
- giao dịch thông thường, 328
- giao dịch thỏa thuận, 328
- HOSE, 320
- kỹ thuật giao dịch, 329
- lô chắn, 328
- người tạo lập thị trường, 335
- nhà đầu tư, 327
- niềm tin, 398
- OTC, 322
- quản trị xung đột lợi ích, 393
- quỹ đầu tư, 338
- quan hệ nhà đầu tư, 389
- sơ cấp, 448

- thứ cấp, 449
- truyền thông, 392, 398
- vấn đề đại diện, 395
- VN-Index, 348
- thị trường chứng khoán Việt Nam, 19, 166, 174
- thị trường hiệu quả- EMH, 361
- thị trường tài chính, xxix, 384
- thị trường tiền tệ, 116
- thanh khoản, 134
- thiếu phát, 108
- tiết kiệm, 86, 91, 92
 - bất động sản, 304
 - số tiết kiệm, 198
- tiền, 61, 182, 226
- tiền giấy, 42
 - châu Âu, 43
 - giấy bạc Cự Hồ, 59, 183
 - giấy bạc Goldsmith, 43
 - Thông bảo hội sao, 43, 183
- tiền mặt, 116
- tiền tệ, xxix, 55, 405
 - đổi tiền, 78
 - tiền tệ hóa, 106
 - tấn công tiền tệ, 419
 - vàng, 242
- tinh thần kinh doanh, 41
- trái phiếu
 - trái phiếu chính phủ, 371
 - trái phiếu chuyển đổi, 370
- trái phiếu chính phủ, 376, 407, 448
 - government bond, 371
 - HaSTC, 372
- trước 1945
 - khai mỏ, 39
 - thực dân Pháp, 39
- Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội, 322, 372
- Trung tâm Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh, 320
- truyền thông, 137, 418
- vàng, 13, 80, 242, 408
 - sản lượng, 247
- vốn cổ phần, 119
- viện trợ, 70, 84, 87, 93, 148
- VN-Index, 2, 348
- WB, 171
- WTO, 2, 54, 133, 172, 211, 342, 489
- xã hội chủ nghĩa, 72
- xuất khẩu, 75, 162

Chịu trách nhiệm xuất bản:
TS. NGUYỄN DUY HÙNG

Chịu trách nhiệm nội dung:
TS. LÊ MINH NGHĨA

Biên tập nội dung:	TS. ĐỖ QUANG DŨNG ThS. PHẠM THỊ KIM HUẾ HOÀNG THỊ THU HƯỜNG
Biên tập kỹ, mỹ thuật:	ĐÀM TRUYỀN ĐỨC
Trình bày bìa:	NGUYỄN PHƯƠNG MAI - VŨ MINH HẢI
Chế bản vi tính:	ThS. TRẦN TRÍ DŨNG
Sửa bản in:	MAI ANH
Đọc sách mẫu:	THU HƯỜNG

TVE-4U.ORG

*Ebook được thực hiện không
nhằm mục đích kinh doanh*

Mã số: $\frac{3.53(V)}{CTQG - 2009}$

In 1.000 bản, khổ 15 x 22 cm, tại Công ty In Tiến Bộ

Số đăng ký kế hoạch xuất bản: 91-2009/CXB/458-76/CTQG

Quyết định xuất bản số: 3110/QĐ/NXBCTQG, ngày 02 tháng 04 năm 2009

In xong và nộp lưu chiểu tháng 5 - 2009

NHÀ XUẤT BẢN CHÍNH TRỊ QUỐC GIA - 24 Quang Trung - Hà Nội

ĐT: 84-4-39422008 FAX: 84-4-39421881 E-mail: nxbctqg@hn.vnn.vn Website: www.nxbctqg.org.vn

“Cuốn sách để lại câu hỏi cần tiếp tục tư duy về những hiện tượng và vấn đề có tính quy luật xuất hiện trong nền kinh tế Việt Nam. Đó cũng có thể là xuất phát điểm cho một số hướng nghiên cứu lý luận tiếp theo”

TS. Nguyễn Hữu Từ, Phó Chánh Văn phòng Trung ương Đảng

Không còn là một cuốn sách sử mà là công trình nghiên cứu các vấn đề đương đại. Không chỉ nên mà còn rất cần đọc cuốn sách này”

PGS.TS. Trần Đình Thiên, Quyền Viện trưởng Viện Kinh tế Việt Nam

“Sự kết hợp khá tinh tế và thiết thực lịch sử kinh tế Việt Nam. Cuốn sách là một khối lượng công việc lớn, nếu không có tâm huyết về nghề nghiệp cũng như đối với đất nước và tinh thần làm việc nghiêm túc thì khó có thể hoàn thành”

PGS.TS. Lê Xuân Đình, Trưởng ban Kinh tế, Tạp chí Cộng sản

“Những đóng góp to lớn khi mổ xẻ nền kinh tế Việt Nam bằng những công cụ phân tích tài chính. Cuốn sách lôi cuốn người đọc với nhiều gợi mở thảo luận, tư liệu và sự kiện đậm đặc tính thời sự”

TS. Chử Văn Lâm, Tổng Biên tập Tạp chí Nghiên cứu kinh tế



Giá: 80.000đ